

ПОЛНЫЙ КУРС ЛЕКЦИЙ

1. Тема: Предмет, задачи, базовые понятия финансового менеджмента.

1. Сущность, цель и задачи финансового менеджмента.
2. Функции финансового менеджмента.
3. Терминология и базовые понятия финансового менеджмента. Базовые концепции финансового менеджмента.
4. Основные этапы развития финансового менеджмента.

1. Сущность, цель и задачи финансового менеджмента.

Финансовый менеджмент представляет собой важную часть менеджмента, или форму управления процессами финансирования предпринимательской деятельности.

Финансовый менеджмент, или управление финансами предприятия, означает управление денежными средствами, финансовыми ресурсами в процессе их формирования, распределения и использования с целью получения оптимального конечного результата.

Финансовый менеджмент представляет собой управление финансами предприятия, направленное на оптимизацию прибыли, максимизацию курса акций, максимизацию стоимости бизнеса, чистой прибыли на акцию, уровня дивидендов, чистых активов в расчете на одну акцию, а также на поддержание конкурентоспособности и финансовой устойчивости хозяйствующего субъекта.

Финансовый менеджмент как наука управления финансами направлена на достижение стратегических и тактических целей хозяйствующего субъекта.

Финансовый менеджмент как система управления состоит из двух подсистем:

- 1) управляемая подсистема (объект управления)
- 2) управляющая подсистема (субъект управления).

Финансовый менеджмент реализует сложную систему управления совокупно-стоимостной величиной всех средств, участвующих в производственном процессе, и капиталом, обеспечивающим финансирование предпринимательской деятельности.

Объектом управления является совокупность условий осуществления денежного оборота и движения денежных потоков, кругооборота стоимости, движения финансовых ресурсов и финансовых отношений, возникающих во внутренней и внешней среде предприятия. Поэтому в объект управления включаются следующие элементы:

- 1) Денежный оборот;
- 2) Финансовые ресурсы;
- 3) Кругооборот капитала;
- 4) Финансовые отношения.

Субъект управления – совокупность финансовых инструментов, методов, технических средств, а также специалистов, организованных в определенную финансовую структуру, которые осуществляют целенаправленное функционирование объекта управления. Элементами субъекта управления являются:

- 1) Кадры (подготовленный персонал);
- 2) Финансовые инструменты и методы;
- 3) Технические средства управления;
- 4) Информационное обеспечение.

Целью финансового менеджмента является выработка определенных решений для достижения оптимальных конечных результатов и нахождения оптимального соотношения между краткосрочными и долгосрочными

целями развития предприятия и принимаемыми решениями в текущем и перспективном финансовом управлении.

Главной целью финансового менеджмента является обеспечение роста благосостояния собственников предприятия в текущем и перспективном периоде. Эта цель получает конкретное выражение в обеспечении максимизации рыночной стоимости бизнеса (предприятия) и реализует конечные финансовые интересы его владельца.

Основные задачи финансового менеджмента:

- 1). Обеспечение формирования достаточного объема финансовых ресурсов в соответствии с потребностями предприятия и его стратегией развития.
- 2). Обеспечение эффективного использования финансовых ресурсов в разрезе основных направлений деятельности предприятия.
- 3). Оптимизация денежного оборота и расчетной политики предприятия.
- 4). Максимизация прибыли при допустимом уровне финансового риска и благоприятной политике налогообложения.
- 5). Обеспечение постоянного финансового равновесия предприятия в процессе его развития, т. е. обеспечение финансовой устойчивости и платежеспособности.

2. Функции финансового менеджмента.

Существует 2 основных типа функций финансового менеджмента:

- 1). Функции объекта управления
 - воспроизводственная, обеспечивает воспроизводство авансированного капитала на расширенной основе;
 - производственная – обеспечение непрерывного функционирования предприятия и кругооборота капитала;
 - контрольная (контроль управления капиталом, предприятием).
- 2). Функции субъекта управления
 - прогнозирование финансовых ситуаций и состояний;
 - планирование финансовой деятельности;
 - регулирование;

- координация деятельности всех финансовых подразделений с основным, вспомогательным и обслуживающим подразделениями предприятия;
- анализ и оценка состояния предприятия;
- функция стимулирования;
- функция контроля за денежным оборотом, формированием и использованием финансовых ресурсов.

Финансовый менеджмент с практической точки зрения, как и менеджмент, вообще, является конкретным видом деятельности, которой занимаются финансовые менеджеры (финансовые директора, заместители руководителя предприятия по финансам). Некоторые (иногда все) функции финансовых менеджеров, особенно на небольших предприятиях, могут выполнять их руководители и главные бухгалтеры.

В процессе своей работы финансовые менеджеры должны решать следующие *задачи*:

определять потребности в финансовых ресурсах для обеспечения деятельности своей компании;

анализировать возможные источники финансовых ресурсов и выбирать наиболее целесообразные для решения конкретных задач;

определять и формировать рациональную структуру финансовых ресурсов (своих и заемных);

анализировать возможные направления использования финансовых ресурсов для достижения целей компании и выбирать наиболее целесообразные;

управлять процессом формирования и использования финансовых ресурсов (планирование, принятие и реализация решений, анализ текущего состояния и оперативное регулирование).

Финансовый менеджмент является частью общего менеджмента компании, включающего также управление производством, маркетингом и персоналом, и его цели должны соответствовать общим целям компании.

Целями компании могут быть:

- максимизация акционерной собственности;
- максимизация краткосрочной прибыли;
- максимизация управленческого вознаграждения;
- обеспечение социальной ответственности.

Современная теория управления финансами предполагает, что основной целью компании должна быть максимизация материального благосостояния в долгосрочном плане своих акционеров, связанная с ростом рыночного курса акций и выплатой дивидендов.

Для эффективного осуществления своей деятельности с учетом выбранных целей финансовый менеджер должен:

- уметь читать и анализировать финансовую отчетность;
- знать сущность и содержание различных финансовых отношений, операций и инструментов;
- уметь проводить анализ влияния различных внутренних и внешних факторов на результаты финансовой деятельности компании;
- уметь проводить финансово-экономические расчеты;
- знать мировой и отечественный опыт управления финансами, известные методы и приемы в этой области в различных типовых ситуациях.

Указанные вопросы являются содержанием финансового менеджмента как научного направления. В зарубежной литературе по финансовому менеджменту рассматриваются непосредственно вопросы управления финансами корпораций. В отечественной же литературе по финансовому менеджменту достаточно большое внимание уделяется описанию сущности и содержанию различных финансовых отношений, операций и инструментов, то есть внешней финансовой среды, в которой действует компания.

Любой процесс управления включает анализ, принятие решений на его основе, реализацию и контроль за реализацией принятых решений. Принятие финансовых решений во многом зависит от опыта и интуиции финансовых менеджеров, понимания ими возможных последствий

различных вариантов решений и связанных с ними финансовых рисков и готовности принять на себя риск конкретного решения. Поэтому финансовый менеджмент, как и менеджмент, вообще, часто называют искусством. Что касается финансового анализа, то его содержание, принципы и методы, безусловно, являются научным направлением. С точки зрения теоретических основ финансового менеджмента практически все изучаемые вопросы относятся к теоретическим основам финансового анализа в широком смысле (анализа текущего состояния финансов компании, анализа при планировании и анализа накопленного опыта), вследствие чего содержание учебной и научной литературы по финансовому менеджменту и финансовому анализу практически совпадает.

3. Терминология и базовые понятия финансового менеджмента. Базовые концепции финансового менеджмента.

Финансовый менеджмент базируется на следующих взаимосвязанных основных концепциях:

- 1). Концепция денежного потока.
 - 2). Концепция временной ценности денежных ресурсов.
 - 3). Концепция компромисса между риском и доходностью.
 - 4). Концепция цены капитала.
 - 5). Концепция эффективности рынка капитала.
 - 6). Концепция асимметричности информации
 - 7). Концепция агентских отношений.
 - 8). Концепции альтернативных затрат.
-
- 1). Концепция денежного потока предполагает
 - идентификацию денежного потока, его продолжительность и вид (краткосрочный, долгосрочный, с процентами или без);

- оценка факторов, определяющих величину элементов денежного потока;
- выбор коэффициента дисконтирования, позволяющего сопоставить элементы потока, генерируемые в различные моменты времени;
- оценка риска, связанного с данным потоком, и способы его учета

2). Концепция временной ценности денежных ресурсов.

Временная ценность – объективно существующая характеристика денежных ресурсов. Она определяется тремя основными причинами:

- А) Инфляцией
- Б) Риском недополучения, или неполучением ожидаемой суммы
- В) Оборачиваемостью

3). Концепция компромисса между риском и доходностью.

Смысл концепции: получение любого дохода в бизнесе практически всегда сопряжено с риском, и зависимость между ними прямо пропорциональная. В то же время возможны ситуации, когда максимизация дохода должна быть сопряжена с минимизацией риска.

4). Концепция цены капитала – обслуживание того или иного источника финансирования обходится для фирмы неодинаково, следовательно, цена капитала показывает минимальный уровень дохода, необходимый для покрытия затрат по поддержанию каждого источника и позволяющий не оказаться в убытке.

Количественная оценка цены капитала имеет ключевое значение в анализе инвестиционных проектов и выборе альтернативных вариантов финансирования предприятия.

5). Концепция эффективности рынка капитала – операции на финансовом рынке (с ценными бумагами) и их объем зависят от того, насколько текущие цены соответствуют внутренним стоимостям ценных бумаг. Рыночная цена зависит от многих факторов, и в том числе от информации. Информация рассматривается как основополагающий фактор, и насколько

быстро информация отражается на ценах, настолько меняется уровень эффективности рынка.

Термин «эффективность» в данном случае рассматривается не в экономическом, а в информационном плане, т. е. степень эффективности рынка характеризуется уровнем его информационной насыщенности и доступности информации участникам рынка.

Достижение информационной эффективности рынка базируется на выполнении следующих условий:

- рынку свойственна множественность покупателей и продавцов;
- информация доступна всем субъектам рынка одновременно, и ее получение не связано с затратами;
- отсутствуют транзакционные затраты, налоги и другие факторы, препятствующие совершению сделок;
- сделки, совершаемые отдельным физическим или юридическим лицом, не могут повлиять на общий уровень цен на рынке;
- все субъекты рынка действуют рационально, стремясь максимизировать ожидаемую выгоду;
- сверхдоходы от сделки с ценными бумагами невозможны как равновероятностное прогнозируемое событие для всех участников рынка.

Существует две основные характеристики эффективного рынка:

- 1). Инвестор на этом рынке не имеет обоснованных аргументов ожидать больше, чем в среднем доход на инвестиционный капитал при заданной степени риска.
- 2). Уровень дохода на инвестируемый капитал – это функция степени риска.

Эта концепция эффективности рынка на практике может быть реализована в трех формах эффективности:

- слабой
- умеренной
- сильной

В условиях *слабой* формы текущие цены на акции полностью отражают динамику цен предшествующих периодов. При этом невозможен обоснованный прогноз повышения или понижения курсов на основе статистики динамики цен.

В условиях *умеренной* формы эффективности текущие цены отражают не только имеющиеся в прошлом изменения цен, но и всю равнодоступную информацию, которая, поступая на рынок, немедленно отражается на ценах.

В условиях *сильной* формы текущие цены отражают как общедоступную информацию, так и ограниченную информацию, т. е. вся информация является доступной, следовательно, никто не может получить сверхдоходы по ценным бумагам.

6). Концепция асимметричности информации – напрямую связана с пятой концепцией. Ее смысл заключается в следующем: отдельные категории лиц могут владеть информацией, не доступной другим участникам рынка. Использование этой информации может дать положительный и отрицательный эффект.

7). Концепция агентских отношений введена в финансовый менеджмент в связи с усложнением организационно – правовых форм бизнеса. Суть: в сложных организационно-правовых формах присутствует разрыв между функцией владения и функцией управления, то есть владельцы компаний удалены от управления, которым занимаются менеджеры. Для того, чтобы нивелировать противоречия между менеджерами и владельцами, ограничить возможность нежелательных действий менеджеров, владельцы вынуждены нести агентские издержки (участие менеджера в прибылях либо согласие с использованием прибыли).

8). Концепция альтернативных затрат: любое вложение всегда имеет альтернативу.

4. Основные этапы развития финансового менеджмента.

В настоящее время западными специалистами выделяются пять подходов в становлении и развитии финансового менеджмента .

Первый подход связан с деятельностью «школы эмпирических прагматиков».(50е года) Ее представители - профессиональные аналитики, которые, работая в области анализа кредитоспособности компаний, пытались обосновать набор относительных показателей, пригодных для такого анализа. Они впервые попытались показать многообразие аналитических коэффициентов, которые могут быть рассчитаны по данным бухгалтерской отчетности и являются полезными для принятия управленческих решений.

Второй подход обусловлен деятельностью школы «статистического финансового анализа».(60е года) Основная идея в том, что аналитические коэффициенты, рассчитанные по данным бухгалтерской отчетности, полезны лишь в том случае, если существуют критерии, с пороговыми значениями которых эти коэффициенты можно сравнивать.

Третий подход ассоциируется с деятельностью школы «мультивариантных аналитиков» (70е года). Представители этой школы исходят из идеи построения концептуальных основ, базирующихся на существование несомненной связи частных коэффициентов, характеризующих финансовое состояние и эффективность текущей деятельности.

Четвертый подход связан с появлением «школы аналитиков, занятых прогнозированием банкротства компаний».(30е года) Представители этой школы делают в анализе упор на финансовую устойчивость компании, предпочитая перспективный анализ ретроспективному.

Пятый подход представляет собой самое новое направление (развивается с60х годов) – школа «участников фондового рынка». Ценность отчетности состоит в возможности ее использования для прогнозирования уровня эффективности инвестирования в ценные бумаги. Ключевое отличие этого направления состоит в его излишней теоретизированности, не

случайно оно развивается главным образом учеными и пока не получило признания в практике.

2. Тема: Финансовая деятельность и финансовый механизм предприятия. Знание базовых ценностей мировой культуры и готовностью опираться на них в своем личностном и общекультурном развитии

Понятие финансовой деятельности и финансового механизма предприятия.

Внешняя правовая и налоговая среда. Информационное обеспечение финансового механизма.

Сферы финансового менеджмента.

1. Понятие финансовой деятельности и финансового механизма предприятия.

Финансовая деятельность предприятия связана с формированием, распределением и использованием финансовых ресурсов, финансовыми и денежными отношениями, возникающими во внутренней и внешней среде предприятия. Финансовая деятельность включает следующие виды:

1. отношения, связанные с формированием уставного капитала и его распределением между собственниками;
2. отношения, связанные с авансированием уставного капитала во внеоборотные и оборотные активы;
3. деятельность, связанная с формированием валовых доходов предприятия и их распределением в целях покрытия воспроизводственных затрат, то есть обеспечением финансовыми ресурсами воспроизводственного процесса;

4. деятельность, связанная с выполнением обязательств перед бюджетной системой;
5. деятельность, связанная с выполнением обязательств перед собственниками предприятия по выплате им доходов;
6. деятельность, связанная с реинвестированием прибыли в целях приращения активов;
7. деятельность, связанная с формированием различных резервов предприятия;
8. отношения, связанные с формированием фондов стимулирования и социальной защиты работников;
9. деятельность, связанная с размещением свободных финансовых ресурсов предприятия и привлечением дополнительных финансовых ресурсов на финансовом рынке;
10. деятельность, связанная с перераспределением финансовых ресурсов внутриотраслевого или межотраслевого характера в случае вхождения предприятия в различные ассоциации, концерны, синдикаты, холдинги, финансово-промышленные группы;
11. деятельность, связанная с получением субсидий и субвенций из бюджетов разных уровней.

Финансовый механизм предприятия представляет собой совокупность финансовых методов, рычагов, инструментов, а также правового, нормативного и информационного обеспечения, возникающих во внутренней и внешней среде предприятия.

Финансовая деятельность предприятия реализуется посредством финансового механизма.

2. Внешняя правовая и налоговая среда. Информационное обеспечение финансового механизма.

Правовая среда:

- основные законодательные акты, регулирующие предпринимательскую деятельность: ГК, законы «Об акционерных

обществах», «О кооперативах», «О банках и банковской деятельности»;

- законодательные акты, связанные с налоговым регулированием;
- законодательные акты по охране окружающей среды, безопасности жизнедеятельности и охране труда;
- законодательные акты, касающиеся социального страхования и обеспечения;
- законодательные акты, связанные с внешнеэкономической деятельностью предприятий;
- законодательные акты, регулирующие безналичные и наличные расчеты предприятия.

Налоговая среда: виды основных налогов, уплачиваемых предприятием.

Информационная среда включает:

1. информация внешнего характера:

- информация, формируемая на финансовых рынках;
- информация налогового характера;
- информация о стоимости ресурсов на различных рынках;
- информация о конкурентах;
- информационное обеспечение о внешнеэкономической деятельности предприятия

2. информация внутреннего характера:

- финансовая отчетность;
- статистическая отчетность;
- внутренняя отчетность;
- данные первичного бухгалтерского учета.

3. Сферы финансового менеджмента.

Сферы финансового менеджмента:

1. Финансовый анализ и планирование, а также финансовое прогнозирование:

- оценка и анализ активов и источников их формирования;
 - оценка величины и состава ресурсов, необходимых для поддержания экономического потенциала компании и расширения ее деятельности;
 - оценка источников дополнительного финансирования;
 - формирование системы контроля за составлением и эффективным использованием финансовых ресурсов.
2. Обеспечение предприятия финансовыми ресурсами:
- оценка объема требуемых финансовых ресурсов;
 - выбор форм их получения;
 - оценка степени доступности и времени получения этих ресурсов;
 - оценка стоимости обладания данным видом ресурсов (% , дисконт и др.);
 - оценка риска, ассоциируемого с данным источником финансирования.
3. Распределение и использование финансовых ресурсов:
- анализ и оценка долгосрочных и краткосрочных решений инвестиционного характера;
 - оптимальность времени трансформирования финансовых ресурсов в другие виды ресурсов (материальные, трудовые, денежные);
 - целесообразность и эффективность вложений в ОФ, НМА и формирование их рациональной структуры;
 - оптимальное использование оборотных средств;
 - обеспечение эффективности финансовых вложений.

3. Тема: Методологические основы принятия финансовых решений.

- 1. Понятие леввериджа и его виды.**
- 2. Финансовый левверидж и концепции его расчета.**
- 3. Операционный левверидж и его эффект.**

4. Оценка совокупного риска, связанного с предприятием.

5. Стоимость капитала и расчет средневзвешенной стоимости капитала.

1. Понятие леввериджа и его виды.

Левверидж в приложении к финансовой сфере трактуется как определенный фактор, небольшое изменение которого может привести существенному изменению результирующих показателей.

В финансовом менеджменте различают следующие виды леввериджа:

- финансовый
- производственный (операционный)
- производственно-финансовый

Всякое предприятие является источником риска. При этом риск возникает на основе факторов производственного и финансового характера. Эти факторы формируют расходы предприятия. Расходы производственного и финансового характера не являются взаимозаменяемыми, однако, величиной и структурой затрат производственного и финансового характера можно управлять. Это управление происходит в условиях свободы выбора источников финансирования и источников формирования затрат производственного характера. В результате использования различных источников финансирования складывается определенное соотношение между собственными и заемным капиталом, а, так как заемный капитал является платным, и по нему образуются финансовые издержки, возникает необходимость измерения влияния этих издержек на конечный результат деятельности предприятия. Поэтому финансовый левверидж характеризует влияние структуры капитала на величину прибыли предприятия, а разные способы включения кредитных издержек в себестоимость оказывают влияние на уровень чистой прибыли и чистую рентабельность собственного капитала.

Итак, **финансовый** леве́ридж характеризует взаимосвязь между изменением чистой прибыли и изменением прибыли до выплаты % и налогов.

Производственный леве́ридж зависит от структуры издержек производства и, в частности, от соотношения условно-постоянных и условно-переменных затрат в структуре себестоимости. Поэтому производственный леве́ридж характеризует взаимосвязь структуры себестоимости, объема выпуска и продаж и прибыли. Производственный леве́ридж показывает изменение прибыли в зависимости от изменения объемов продаж.

Производственно-финансовый леве́ридж оценивает совокупное влияние производственного и финансового леве́риджа. Здесь происходит мультипликация рисков предприятия.

2. Финансовый леве́ридж и концепции его расчета.

В финансовом менеджменте существуют две концепции расчета и определения эффекта финансового леве́риджа. Эти концепции возникли в разных школах финансового менеджмента.

1. Западноевропейская концепция:

Эффект финансового леве́риджа трактуют как приращение к рентабельности собственного капитала, получаемое благодаря использованию заемного капитала. Рассмотрим следующий пример:

Показатели	Предприятие 1	Предприятие 2	Предприятие 3
1. Активы, тыс. сом.	1000	1000	1000
2. Пассивы, тыс. сом., в т ч.	1000	1000	1000
- СК	1000	700	300
- ЗК	-	300	700
3. Прибыль до выплаты % и налогов	400	400	400
4. Экономическая рентабельность активов ЭРА= (БП+%/Аср.*100	40%	40%	40%
5. Издержки по выплате % (25%)	-	-	-
6. Чистая прибыль, тыс. сом.	-	75	175

ЧП=(БП-Σ%)*(1-н)			
7. Чистая рентабельность СК	400(1-0,3)=280	(400-75)*(1-0,3)=227,5	(400-175)*(1-0,3)=157,5
ЧРСК=ЧП/СК _{ср} *100	280/1000*100= =28%	227,5/700*100 ==32,5%	157,5/300*100 ==52,5%

Вывод: предприятие 2 и 3 используют СК более эффективно; об этом свидетельствует показатель ЧРСК, а ЗК используют с большей отдачей, чем цена его привлечения. Такую стратегию привлечения ЗК называют **стратегией спекуляции капитала**.

Показатель прибыли до выплаты % и налогов является базовым показателем финансового менеджмента, который характеризует создаваемый предприятием доход на привлеченный капитал. Иначе он называется **нетто-результат эксплуатации инвестиций (НРЭИ)**.

$$\text{НРЭИ} = \text{БП} - \Sigma\%$$

Рассмотрим влияние финансового левериджа на ЧРСК для предприятия, использующего как ЗК, так и СК, и выведем формулу, отражающую влияние финансового левериджа на ЭРА.

$$(\text{НРЭИ} - \Sigma\%)(1-н)$$

$$\text{ЧРСК} = \frac{\text{НРЭИ} - \Sigma\%}{\text{СК}_{\text{ср}}}$$

$$\text{ЭРА} = \text{НРЭИ} / (\text{СК} + \text{ЗК}),$$

$$\text{НРЭИ} = \text{ЭРА} * (\text{СК}_{\text{ср}} + \text{ЗК}_{\text{ср}}),$$

$$\text{ЭРА} * (\text{СК}_{\text{ср}} + \text{ЗК}_{\text{ср}}) - \Sigma_{\text{кр}}$$

$$\text{ЭРА} * \text{СК}_{\text{ср}} + \text{ЭРА} * \text{ЗК}_{\text{ср}} - i * \text{ЗК}$$

$$\text{ЧРСК} = \frac{\text{ЭРА} * (\text{СК}_{\text{ср}} + \text{ЗК}_{\text{ср}}) - \Sigma_{\text{кр}}}{\text{СК}_{\text{ср}}} \times (1-н) = \frac{\text{ЭРА} * \text{СК}_{\text{ср}} + \text{ЭРА} * \text{ЗК}_{\text{ср}} - i * \text{ЗК}}{\text{СК}_{\text{ср}}} \times (1-н) =$$

$$\text{СК}_{\text{ср}}$$

$$\text{СК}_{\text{ср}}$$

$$= (\text{ЭРА} * 1 + \text{ЭРА} * (\text{ЗК}_{\text{ср}} / \text{СК}_{\text{ср}}) - i(\text{ЗК}_{\text{ср}} / \text{СК}_{\text{ср}})) (1 - \text{н}) = \text{ЭРА} * (1 - \text{н}) + (\text{ЗК}_{\text{ср}} / \text{СК}_{\text{ср}}) * (\text{ЭРА} - i) * (1 - \text{н})$$

Итак, эффект финансового левириджа по 1 концепции расчета определяется:

$$\text{ЭФЛ} = (\text{ЗК}_{\text{ср}} / \text{СК}_{\text{ср}}) * (\text{ЭРА} - i) * (1 - \text{н}) \quad (1.1.)$$

$(\text{ЭРА} - i)$ – дифференциал

$(\text{ЗК}_{\text{ср}} / \text{СК}_{\text{ср}})$ – плечо рычага

2. Американская концепция расчета финансового левириджа

Эта концепция рассматривает эффект в виде приращения ЧП на 1 обыкновенную акцию на приращение НРЭИ, то есть этот эффект выражает прирост ЧП, полученный за счет приращения НРЭИ.

$$\text{ЭФЛ} = \left(\frac{\Delta \text{ЧП}}{\text{ЧП}} / \frac{\Delta \text{НРЭИ}}{\text{НРЭИ}} \right) / \left(\frac{\Delta \text{НРЭИ}}{\text{НРЭИ}} / \text{НРЭИ} \right)$$

$$\text{ЧП} = (\text{НРЭИ} - \Sigma \% \text{кр}) * (1 - \text{н})$$

$$\Delta \text{ЧП} = (\Delta \text{НРЭИ} - \Sigma \% \text{кр}) * (1 - \text{н}) = \Delta \text{НРЭИ} * (1 - \text{н})$$

$$\text{ЭФЛ} = \frac{\frac{\Delta \text{ЧП}}{\text{ЧП}}}{\frac{\Delta \text{НРЭИ}}{\text{НРЭИ}}} = \frac{\frac{\Delta \text{НРЭИ} * (1 - \text{н})}{(\text{НРЭИ} - \Sigma \% \text{кр}) * (1 - \text{н})}}{\frac{\Delta \text{НРЭИ}}{\text{НРЭИ}}} = \frac{\text{НРЭИ}}{\text{НРЭИ} - \Sigma \% \text{кр}} = \text{НРЭИ} / (\text{НРЭИ} - \Sigma \% \text{кр}) = (\text{БП} + \Sigma \% \text{кр}) / \text{БП}$$

$$\text{ЭФЛ} = \text{НРЭИ} / (\text{НРЭИ} - \Sigma \% \text{кр}) = (\text{БП} + \Sigma \% \text{кр}) / \text{БП} \quad (1.2.)$$

Эта формула показывает степень финансового риска, возникающего в связи с использованием ЗК, поэтому чем больше сила воздействия финансового левириджа, тем больше финансовый риск, связанный с данным предприятием:

- а) для банкира – возрастает риск не возмещения кредита:
- б) для инвестора – возрастает риск падения дивиденда и курса акций.

Т.о. первая концепция расчета эффекта позволяет определить безопасную величину и условия кредита, вторая концепция позволяет определить степень финансового риска, и используется для расчета совокупного риска предприятия.

3.Операционный леверидж и его эффект.

Понятие **операционного левериджа** связано со структурой себестоимости и, в частности, с соотношением между условно-постоянными и условно-переменными затратами. Рассмотрение в этом аспекте структуры себестоимости позволяет, во-первых, решать задачу максимизации прибыли за счет относительного сокращения тех или иных расходов при приросте физического объема продаж, а, во-вторых, деление затрат на условно-постоянные и условно-переменные позволяет судить об окупаемости затрат и предоставляет возможность рассчитать запас финансовой прочности предприятия на случай затруднений, осложнений на рынке, в-третьих, дает возможность рассчитать критический объем продаж, покрывающий затраты и обеспечивающий безубыточную деятельность предприятия.

Решение этих задач позволяет прийти к следующему выводу: если предприятие создает определенный объем условно-постоянных расходов, то любое изменение выручки от продаж порождает еще более сильное изменение прибыли. Это явление называется **эффектом производственного (операционного) левериджа**.

Пример: Допустим в отчетном году выручка от реализации составила 10млн.сом. при совокупных переменных затратах 8,3млн.сом. и постоянных затратах 1,5млн.сом. Прибыль = 0,2млн.сом.

Предположим, что в плановом году планируется увеличение выручки за счет физического объема продаж на 10% (т.е.11млн.сом.) Постоянные расходы = 1,5млн.сом. Переменные расходы увеличиваются на 10% (т.е.8,3*1,1=9,13млн.сом.). Прибыль от реализации =0,37млн.сом. (т.е.11-

9,13-1,5). Темп роста прибыли $(370/200)*100 = 185\%$. Темп роста выручки = 110% . На каждый прирост выручки мы имеем прирост прибыли $8,5\%$, т.е. $\text{ЭОЛ} = 85\%/10\% = 8,5\%$

Т.о. силу (эффект) производственного левеиджа можно рассматривать как характеристику делового риска предприятия, возникающего в данной сфере бизнеса или в связи с его отраслевой принадлежностью. А измерить этот эффект можно как процентное изменение прибыли от реализации после возмещения переменных затрат (или НРЭИ) при данном проценте изменения физического объема продаж.

$$\text{ЭОЛ} = \frac{\Delta \text{НРЭИ}}{\text{НРЭИ}} = \frac{\Delta Q}{Q} \quad (1.3.)$$

Q - физический объем продаж,

p – цена ,

p*Q – выручка от реализации,

Spз – ставка переменных затрат на выпуск продукции

Spост – постоянные затраты

$$\text{НРЭИ} = p*Q - (S_{пз}*Q + S_{пост}) = Q*(p - S_{пз}) - S_{пост}$$

$$\Delta \text{НРЭИ} = \Delta Q*(p - S_{пз})$$

$$1) \text{ЭОЛ} = \frac{Q*(p - S_{пз})}{Q*(p - S_{пз}) - S_{пост}} \times \frac{Q}{Q} = \frac{Q*(p - S_{пз})}{Q*(p - S_{пз}) - S_{пост}} = \frac{\text{НРЭИ} + S_{пост}}{\text{НРЭИ}}$$

$$\text{ЭОЛ} = 1 + (S_{пост}/\text{НРЭИ}) \quad (1.4.)$$

$$2) \text{ЭОЛ} = \text{МД}/(\text{МД} - S_{пост}) = \text{МД}/\Pi \quad (1.5.)$$

Эти формулы позволяют ответить на вопрос, насколько чувствителен маржинальный доход (МД) к изменению объема производства и продаж, и насколько хватило бы МД не только на покрытие постоянных расходов, но и формирование прибыли.

В связи с понятием эффекта производственного левириджа возникает понятие запаса финансовой прочности (ЗФП), который обеспечивает получение прибыли предприятия, и понятие предела безопасности (безубыточный объем производства и продаж или критический объем продаж).

$$p \cdot Q - (Q \cdot S_{пз} + S_{пост}) = 0$$

$$Q_{к(натур.)} = S_{пост} / (p - S_{пз})$$

$$Q_{к(стоим.)} = Q_{к(натур.)} \cdot p = \frac{S_{пост}}{p - S_{пз}} \cdot p = \frac{S_{пост}}{(p - S_{пз})/p} = \frac{S_{пост}}{1 - (S_{пз}/p)} = \frac{S_{пост}}{МД/p}$$

$$ЗФП = ВРф - Q_{к(стоим.)}$$

ВРф – выручка от реализации (фактическая),

Q_{к(стоим)} – критический объем в стоимостном выражении,

ЗФП – запас финансовой прочности

4. Оценка совокупного риска, связанного с предприятием.

Понятие совокупного риска связано с двумя видами рисков, которые генерирует практически любое предприятие, то есть с риском предпринимательским (деловым) и риском финансовым, связанным со структурой источников финансирования.

- **Предпринимательский риск** связан с конкретным бизнесом предприятия, гибкостью экономической стратегии, позволяющей нивелировать отрицательное влияние высокого уровня условно-постоянных затрат и использовать его как рычаг для приращения прибыли от продаж.

- **Финансовый риск** опирается на структуру капитала и связан с неустойчивостью финансовых условий кредитования, колебаниями экономической рентабельности, возникающими желаниями владельцев предприятия на использование (выплату) всей ЧП на дивиденды, а также зачастую финансовый риск обусловлен условиями налогообложения предприятия.

Предпринимательский и финансовый риск взаимосвязаны между собой, и в результате каждый из них воздействует на прибыль предприятия, то есть прибыль формируется как под воздействием структуры затрат производственного характера, так и под воздействием структуры затрат, возникающих в связи с финансированием деятельности. Поэтому производственный и финансовый риски мультиплицируются и формируют совокупный риск предприятия.

Совокупный риск – риск, связанный с возможным недостатком средств, необходимых для покрытия текущих расходов и расходов по обслуживанию внешних источников финансирования.

Уровень совокупного риска показывает, на сколько % изменится ЧП предприятия на 1 акцию при изменении объема продаж на 1%.

То есть уровень совокупного риска может быть определен как произведение эффекта финансового левеиджа, рассчитанного по второй концепции, и эффекта операционного левеиджа.

$$УСР = ЭФЛ_{2\text{конц}} * ЭОЛ \quad (1.6.)$$

Уровень совокупного риска отражает одновременное влияние делового и финансового риска, и поэтому при разработке финансовой стратегии необходимо учитывать следующие исходные моменты:

- сочетание высокого производственного риска с мощным финансовым левеиджем будет губительно для предприятия, так как мультиплицируются одновременно неблагоприятные эффекты,

- задача снижения суммарного воздействия этих двух леввериджей или снижение совокупного риска сводится к выбору одного из трех вариантов поведения:

- высокий уровень эффекта производственного леввериджа может сочетаться со средним и слабым уровнем ЭФЛ;
- низкий уровень ЭПЛ позволяет проводить агрессивную политику заимствований и генерировать высокий уровень ЭФЛ;
- умеренный ЭОЛ и умеренный ЭФЛ.

Оптимизация рисков может быть достигнута с помощью увеличения деловой активности предприятия, то есть увеличения скорости оборота всех активов предприятия.

$$\text{ЭРА} = ((\text{БП} + \Sigma\%_{\text{кр}})/\text{Аср}) * 100 * (\text{ВР}/\text{ВР}) = ((\text{БП} + \Sigma\%_{\text{кр}}) / \text{ВР}) * (\text{ВР}/\text{Аср})$$

$$\text{ЧРСК} = \frac{\text{ЧП}}{\text{СКср}} \times 100 \times \frac{\text{ВР}}{\text{ВР}} \times \frac{\text{Аср}}{\text{Аср}} = \frac{\text{ЧП}}{\text{ВР}} \times 100 \times \frac{\text{ВР}}{\text{Аср}} \times \frac{\text{Аср}}{\text{СКср}} \quad (1.7.)$$

5. Стоимость капитала и расчет средневзвешенной стоимости капитала.

Капитал, как любой фактор производства, имеет определенную стоимость, под которой понимается его доходность. Для предприятия привлечение различных источников финансирования (как внутренних, так и внешних) связано с затратами, поэтому привлекаемый капитал всегда будет иметь определенную стоимость, а так как этот капитал разнообразен по источникам, то у предприятия возникает возможность альтернативного выбора этих источников как по объемам, так и по стоимости каждого вида капитала. В результате привлечения различных видов капитала складывается определенная его структура и возникает определенная сумма финансовых

ресурсов, которую необходимо уплатить за пользование данными источниками финансирования.

Экономическое содержание показателя стоимости и цены капитала заключается в определении затрат, связанных с привлечением единицы капитала из каждого источника. Разнообразие источников приводит к необходимости расчета средневзвешенной стоимости капитала. Она рассчитывается в процентах в среднегодовом исчислении.

Средневзвешенная стоимость капитала - обобщающий показатель, характеризующий относительный уровень затрат или общую сумму всех расходов, возникающих в связи с привлечением и использованием капитала, и в то же время можно сказать, что это минимум возврата на вложенный капитал.

Формула средневзвешенной стоимости капитала основывается на средневзвешенной арифметической величине, где весами выступают доли отдельных источников в общей сумме, а сам показатель средневзвешенной величины выражает среднегодовую стоимость, выраженную в %.

$$ССК = \sum d_i * k_i \quad (1.8.)$$

- d_i - удельный вес каждого источника в общей сумме,
- k_i цена i -го источника, выраженная в процентах в среднегодовом исчислении

Рассмотрим последовательно определение цены каждого источника.

Собственный капитал

- добавочный капитал - не имеет стоимости и не может быть использован как источник инвестиционных ресурсов, так как, в основном, этот капитал формируется как результат переоценки активов предприятия;

- привилегированные акции – оцениваются по уровню фиксированного дивиденда, который выплачивается ежегодно практически при любых обстоятельствах;

- обыкновенные акции – их цена измеряется на основе различных методов, но наиболее распространенным является расчет, основанный на измерении прогнозируемого уровня дивиденда или дивиденда, выплаченного в отчетном периоде, скорректированного на прогнозируемый прирост дивидендов, то есть

$$K_{oa} = (\text{Дотч./Арын.об.акц}) + \Delta T_{oa} \quad (1.9.)$$

K_{oa} – стоимость обыкн.акц.,

Дотч. – дивиденды, выплаченные в отчетном периоде,

Арын.об.акц. – рын.стоимость обыкн.акций,

T_{oa} – прогнозируемый прирост дивидендов по обыкновенным акциям

- нераспределенная прибыль (отложенная к выплате), то есть та прибыль, которая существует для капитализации, реинвестирования. Этот источник не является бесплатным, так как на ЧП, оставшуюся после выплаты налогов и дивидендов по привилегированным акциям, претендуют обыкновенные акционеры. Наиболее распространенным способом оценки стоимости нераспределенной прибыли является ее оценка по уровню дивидендов, выплаченных по обыкновенным акциям.

Заемный капитал

- банковские ссуды - основной элемент. Цена данного источника будет зависеть от величины срока, на который привлекается капитал, а также от величины % и характера включения % в затраты предприятия.

В общем виде цена ЗК = величине банковского %.

Если рассматривать зарубежный опыт:

$$K_{zk} = i$$

$$K_{zk} = i * (1-n)$$

В Кыргызстане:

$$K_{zk} = i$$

$K_{zk} = i'_x (1-n) + \Delta i$, i' - ставка рефинансирования + 3% ых пункта

$$K_{zk} = i'_x (1-n) * (n/360) + i'_x (n/360)$$

- облигационные займы. Цена может быть определена различными методами, но наиболее распространенным является оценка в процентном отношении одновременного дисконтного и процентного дохода. Зачастую облигации реализуются не по номиналу, а с дисконтом.

$$K_{oz} = (D_{диск} + i)$$

K_{oz} – цена облигационного займа,

$D_{диск}$ – стоимость дисконтированного дохода,

i - процентный доход

Если за счет затрат оплачиваются доходы, то возникает налоговая экономия

$$K_{oz} = (D_{диск} + i) * (1-n)$$

Если один элемент оплачивается:

$$K_{oz} = D_{диск} + i * (1-n)$$

4. Тема: Управление капиталом предприятия

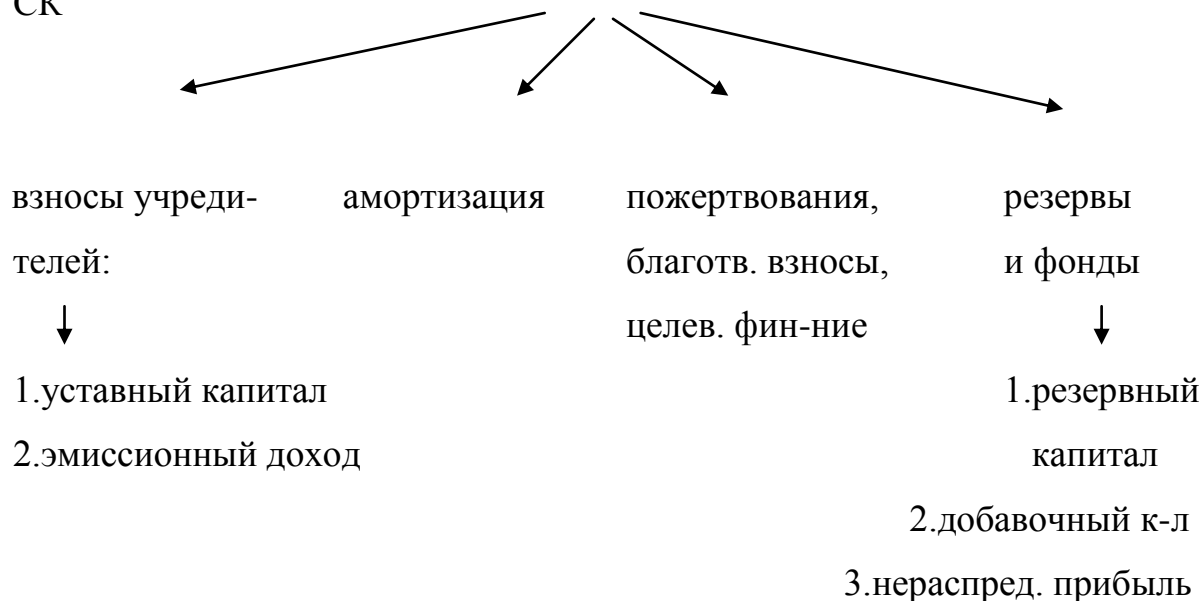
- 1. Источники и методы финансирования**
- 2. Понятие дивидендной политики и основные теории**
- 3. Типы дивидендной политики**
- 4. Порядок выплаты дивидендов**

1. Источники и методы финансирования

В общем виде все источники финансирования можно разделить на две группы.

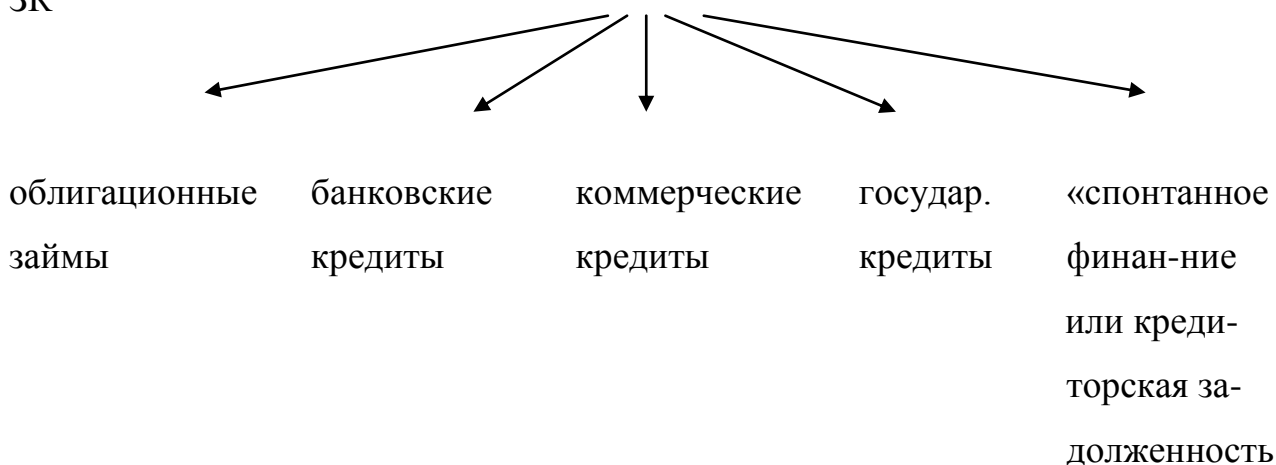
Внутреннее финансирование – подразумевает использование СК, который по источникам формирования имеет следующую структуру:

СК



Внешнее финансирование : его источник – ЗК

ЗК



Внешнее финансирование может быть не только заемным, но и формировать СК предприятия в процессе дополнительной (вторичной) эмиссии акций.

Рассмотрим принципиальные различия между ЗК и СК.

Признак	СК	ЗК
1. Право на участие в управлении капиталом	Дает	нет
2. Право на получение части прибыли имущества	по остаточному принципу	практически дает первоочередное право

3. Срок возврата капитала	не установлен	по договору
4. Льготы при налогообложении	Нет	есть, в зависимости от вида ЗК

В процессе функционирования предприятия используется 4 основных способа финансирования. Они, в основном, связаны с внешними источниками.

Методы финансирования	Преимущества	Недостатки
1. закрытая подписка на акции между прежними и новыми акционерами	Контроль за предприятием не утрачивается; финансовый риск возрастает незначительно	Объем финансирования ограничен и может сложиться высокий уровень стоимости привлечения средств
2. открытая подписка	Возможна мобилизация крупных денежных средств на достаточно большие сроки; финансовый риск возрастает незначительно	Возможна потеря контроля над предприятием
3. долговое финансирование	Возможно привлечение солидного объема ресурсов; контроль за предприятием не утрачивается; возрастает рентабельность СК	Финансовый риск возрастает; срок использования и возмещения ограничен

4. комбинированный	Преобладание тех или иных преимуществ (недостатков) наблюдается в зависимости от количественных параметров сформированной структуры средств
-----------------------	---

Внутренне финансирование основано на использовании собственных финансовых ресурсов (амортизация и прибыль) и должно обеспечить процессы самокупаемости и самофинансирования.

2. Понятие дивидендной политики и основные теории

Термин «дивидендная политика» в принципе связан с распределением прибыли в акционерных обществах. Однако рассматриваемые в данном случае принципы и методы распределения прибыли применимы не только к АО, но и к предприятиям любой организационно- правовой формы. В связи с этим в финансовом менеджменте используется широкая трактовка термина «дивидендная политика», под которой понимают механизм формирования доли прибыли, выплачиваемой собственнику в соответствии с долей его вклада в общую сумму собственного капитала предприятия.

Поскольку основной целью дивидендной политики является установление необходимой пропорциональности между текущим потреблением прибыли и будущим ее ростом, который обеспечит инвестиционное финансирование, то с помощью дивидендной политики можно максимизировать рыночную стоимость предприятия и обеспечить стратегическое развитие.

Исходя из цели дивидендной политики, под *дивидендной политикой* понимают составную часть общей финансовой политики предприятия, заключающейся в оптимизации пропорции между потребляемой и капитализируемой прибылью с целью максимизации рыночной стоимости предприятия.

Наиболее распространенными и востребованными *теориями дивидендной политики* являются:

1. Теория независимости дивидендов (авторы: Миллер и Модельяни). Теория утверждает, что избранная дивидендная политика не оказывает никакого влияния ни на рыночную стоимость предприятия, ни на благосостояние собственников в текущем и перспективном периодах. Так как эти показатели зависят от суммы формируемой прибыли, а не распределяемой. Поэтому дивидендная политика должна предусматривать прежде всего направление основной массы прибыли на финансирование наиболее эффективных инвестиционных проектов, а обыкновенным акционерам должны выплачиваться по остаточному принципу.

2. Теория предпочтительности дивидендов (авторы: Гордон и Линтнер). Теория утверждает, что каждая единица текущего дохода, выплаченного в форме дивидендов в настоящее время, стоит всегда дороже, т.к. она очищена от риска, чем доход, отложенный на будущее с присущем ему риском. Исходя из этой теории, максимизация дивидендов является более предпочтительной, чем капитализация прибыли. Противники этой теории утверждают, что доход, полученный в форме дивидендов в большинстве случаев реинвестируется в акции своей или аналогичных компаний, а это, в свою очередь, не позволяет использовать фактор риска как аргумент в пользу той или иной дивидендной политики.

3. Теория максимизации дивидендов или теория налоговых предпочтений. По этой теории эффективность политики определяется критерием минимизации налоговых выплат на капитализируемую прибыль и получаемых льгот, а также налоговых выплат по текущим и предстоящим доходам собственника. Налогообложение текущих доходов в виде дивидендных выплат будет всегда выше, чем у предстоящих за счет временной стоимости денег и налоговых льгот по капитализируемой прибыли. Поэтому следует обеспечить минимум дивидендных выплат и максимально капитализировать прибыль. Эта теория зависит от системы льгот в конкретной системе налогообложения, конкретной страны в конкретный момент времени.

4. Теория сигнализирования построена на том, что основные модели оценки текущей реальной рыночной стоимости акций, в качестве базового элемента используют размер выплачиваемых по акциям дивидендов. Поэтому рост уровня дивидендных выплат определяет возрастание реальной и котируемой рыночной стоимости акций. Это возрастание автоматическое; реализация таких же акций будет приносить акционерам дополнительный доход. Наряду с этим выплата высоких дивидендов сигнализирует о том, что компания находится на подъеме и ожидает существенный рост прибыли в предстоящем периоде. Эта теория неразрывно связана с высокой прозрачностью фондового рынка, на котором оперативно полученная информация оказывает существенное влияние на колебание рыночной стоимости акций.

5. Теория клиентуры (или теория соответствия дивидендной политики составу акционеров). По этой теории компания должна осуществлять дивидендную политику таким образом, чтобы удовлетворить ожидания большинства акционеров и их менталитет. Если большинство акционеров отдает предпочтение текущему дивиденду, то следует направить прибыль преимущественно на цели текущего потребления и, наоборот, если основной состав хочет капитализировать прибыль, то надо ее капитализировать. Та часть акционеров, которая будет не согласна с дивидендной политикой, реинвестирует свой капитал в акции других компаний. В результате состав клиентуры станет более однородным.

2. Типы дивидендной политики

Практическое использование различных теорий привело к разработке 3х основных подходов к формированию дивидендной политики:

1. консервативный,
2. умеренный (компромиссный),
3. агрессивный.

Они позволили сформировать 5 типов дивидендной политики.

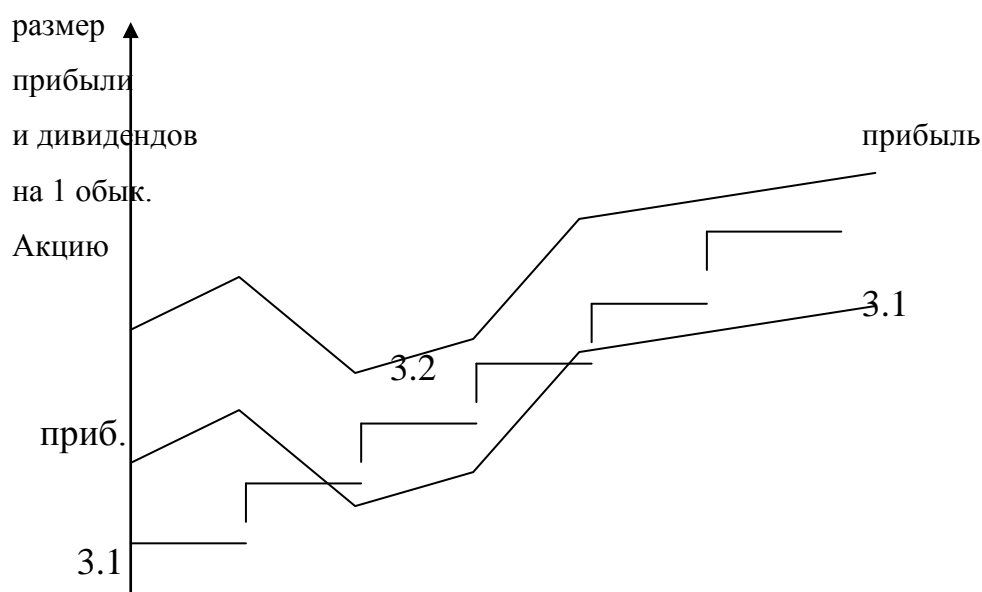
Избранный тип характеризуется показателем – коэффициент дивидендных выплат: $K_{дв} = \text{div} / \text{EPS}$, где

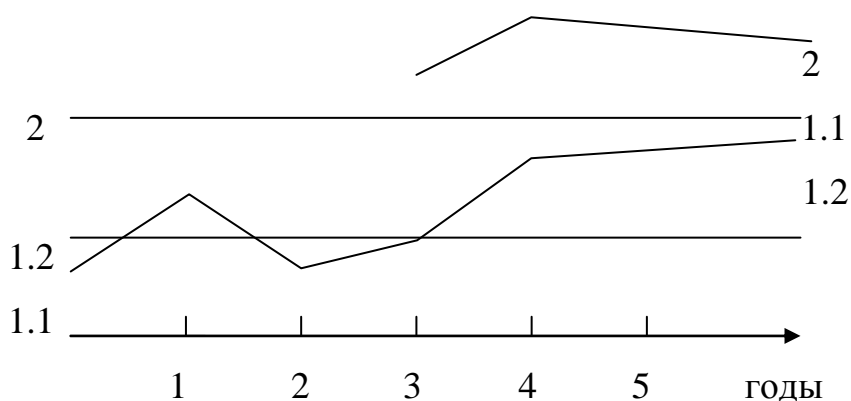
Div – дивиденды, выплаченные на 1 акцию,

EPS – ЧП в расчете на 1 акцию

Основные типы дивидендной политики

Подход к формированию дивидендной политики	к	Типы дивидендной политики
1. консервативный		1.1 остаточная политика выплаты дивидендов, 1.2 политика стабильного размера дивидендных выплат
2. компромиссный		2. политика минимального стабильного размера дивидендных выплат с надбавкой в определенные периоды – политика «экстрадивидендов»
3. агрессивный		3.1 политика стабильного уровня дивидендных выплат по отношению к прибыли 3.2 политика постоянного возрастания размера дивидендных выплат





Завершающим этапом формирования дивидендной политики является выбор форм:

1. выплаты дивидендов наличными деньгами,
2. выплаты акциями. Она интересна для акционеров, ориентированных на рост капитала в предстоящем периоде,
3. автоматическое реинвестирование, т.е. право выбора получить наличные деньги или реинвестировать в дополнительные акции,
4. выкуп акции компании, т.е. на сумму дивидендного фонда фирма выкупает на рынке свободно обращающиеся акции.

3.Порядок выплаты дивидендов

Порядок выплаты дивидендов устанавливается обычно законодательными актами, в частности ГК КР, Законом об АО.

Выплаты промежуточных дивидендов учитываются при выплате конечного годового дивиденда.

По законодательству источниками средств для выплаты дивидендов являются: 1. прибыль за текущий год по обыкновенным акциям, 2. прибыль за отчетный год, специально формируемые фонды и резервы по привилегированным акциям.

В зарубежном законодательстве следующие источники:
 1.нераспределенная прибыль прошлых лет, 2.эмиссионный доход,
 3.нераспределенная прибыль текущего года.

Решение о выплате промежуточных дивидендов, размере дивидендов и решение о годовом дивиденде принимается Советом директоров общества. Это служит основанием для принятия решения Общего собрания. При этом размер годовых дивидендов не может быть больше рекомендованных Советом директоров и меньше выплаченных промежуточных дивидендов.

Общее собрание акционеров вправе принять решение о выплате дивидендов по акциям определенных категорий, а также по привилегированным акциям в неполном размере. Как правило, дивиденды выплачиваются наличными за вычетом подоходного налога.

В Европе, США наибольшее распространение получила практика выплаты дивидендов акциями.

Дата выплаты дивидендов определяется Уставом Общества и решением Общего собрания. Выплата не может начаться ранее 1 месяца после принятия решения.

Для каждой выплаты составляется список лиц. Наряду с календарными сроками выплаты дивидендов и ограничениями календарных сроков существуют и общие ограничения на выплату дивидендов: 1) связанные с финансовым состоянием эмитентов и 2) связанные с группами акций.

Ограничения, связанные с финансовым состоянием эмитентов.
Общество не вправе выплачивать и принимать решение о выплате дивидендов, если

1. не произошла полная оплата всего УК,
2. до выкупа акций, по которым акционеры имеют право требовать выплаты,
3. на момент выплаты дивидендов общество отвечает признаком несостоятельности,
4. стоимость чистых активов общества меньше уставного капитала и резервного капитала.

Ограничения, связанные с группами акций.

Общество не вправе принимать решение о выплате дивидендов, если

не принято решение о выплате в полном размере дивидендов по привилегированным акциям, по которым размер дивидендов установлен в Уставе.

5. Тема: Управление оборотными активами

- 1. Политика предприятия в области оборотного капитала**
- 2. Управление денежными средствами и их эквивалентами**
- 3. Управление дебиторской задолженностью**
- 4. Управление запасами**
- 5. Управление источниками финансирования оборотных активов и виды стратегий финансирования**

1. Политика предприятия в области оборотного капитала

При формировании политики управления предприятием существует следующая классификация оборотных активов: 1) с точки зрения их участия в процессе производства и в сфере обращения, 2) с точки зрения их ликвидности и отражения в учете, 3) с точки зрения их отношения к изменениям объемов производства и случайных факторов, возникающих в процессе деятельности предприятия.

Рассмотрим третью классификацию. Оборотные активы подразделяются на:

1. постоянный капитал (системная часть оборотного капитала);
2. переменная часть оборотных активов (варьирующая часть).

В теории финансового менеджмента существуют две трактовки понятия *системной части оборотного капитала*. Согласно первой трактовки постоянный капитал – это та часть денежных средств, дебиторской задолженности, производственных запасов, потребность в которых относительно постоянна в течении всего операционного цикла. Это может быть усредненная по временному параметру величина оборотных активов, находящихся в свободном ведении предприятия.

Согласно второй трактовки системная часть может быть определена как минимум оборотных активов, необходимый для осуществления текущей

деятельности. Это означает, что предприятию необходим минимум денежных средств на расчетном счете, как некий аналог резервного капитала.

Варьирующая часть (переменная) возникает в связи с дополнительными потребностями предприятия и формируемыми активами.

Например: В пиковые моменты деятельности, связанные либо с форс-мажорными обстоятельствами либо со страхованием от таких обстоятельств или же с сезонностью производственной деятельностью.

Целевой установкой политики управления оборотными активами являются:

1. определение объема и структуры оборотных активов,
2. определение источников их покрытия,
3. определение соотношения между источниками покрытия, достаточного для обеспечения долгосрочной производственной и эффективной финансовой деятельности предприятия ,
4. поддержание оборотных средств в размере, оптимизирующем управление текущей деятельности и, в частности, поддержание определенного уровня ликвидности оборотных активов,
5. заключается в том, что оборотный капитал, с одной стороны должен быть достаточно доходным, а с другой стороны быстрооборачиваемым. Если достигается высокая рентабельность производства готовой продукции, то это означает, что мы достигаем высокой рентабельности продаж.

Основной целью управления оборотным капиталом является достижение компромисса между ликвидностью, доходностью и оборачиваемостью.

2. Управление денежными средствами и их эквивалентами

Управление денежными средствами включает:

1. расчет времени обращения денежных средств (финансовый цикл),
2. анализ денежного потока,

3. прогнозирование денежного потока,
4. определение оптимального уровня денежных средств на расчетном счете и в кассе.

В процессе управления денежными средствами учитываются три следующих фактора:

1) рутинность (денежные средства используются для выполнения текущих операций и, поскольку между входящими и исходящими денежными потоками всегда имеется временной лаг, то предприятию необходимо на расчетном счете держать свободный остаток денежных средств);

2) предосторожность (поскольку предприятие подвержено влиянию неопределенности в своей деятельности, то ему необходимы денежные средства для совершения непредвиденных платежей);

3) спекулятивность (денежные средства необходимы предприятию по спекулятивным соображениям, поскольку существует практически ненулевая вероятность того, что может представиться возможность выгодного инвестирования).

Финансовый цикл = операционный цикл - время обращения кредиторской задолженности

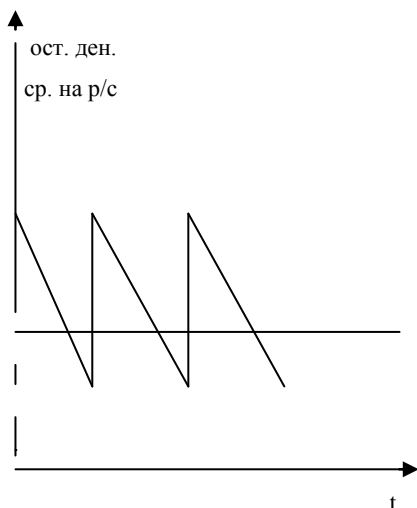
Операционный цикл = время обращения запасов + время обращения дебиторской задолженности

Для расчета оптимального остатка денежных средств на расчетном счете используются модели, позволяющие оценить общий объем денежных средств и их эквивалентов, долю, которую следует держать на расчетном счете, долю, которую нужно держать в виде быстрореализуемых ценных бумаг, а также оценить моменты трансформации денежных средств и быстрореализуемых активов.

1) Модель Бемоля (Баумола).

В ней предполагается, что предприятие начинает работать, имея максимальный и целесообразный для него уровень денежных средств, а

затем постепенно расходует их в течении некоторого периода. Как только запас денежных средств истощается, т.е. становится равным нулю или достигает уровня безопасности, то предприятие продает свои краткосрочные ценные бумаги и пополняет запас денежных средств до первоначальной суммы.



$$Q = \sqrt{(2 \cdot V \cdot C) / r} \quad (5.1.)$$

где Q - сумма пополнения,

V - прогнозируемая потребность денежных средств в периоде (месяц, квартал, год),

C - расходы на трансформацию денежных средств в ценные бумаги,

r - приемлемый доход для предприятия по краткосрочным финансовым вложениям.

$$ЗДС_{ср.} = Q / 2 , \quad (5.2.)$$

где $ЗДС_{ср.}$ – средний запас денежных средств

$$k = V/Q ,$$

где k – количество сделок по конвертации

Общие расходы по реализации данной модели управления денежными средствами составляют величину

$$ОП = ck + r \cdot (Q/2), \quad (5.3.)$$

где ck – прямые расходы

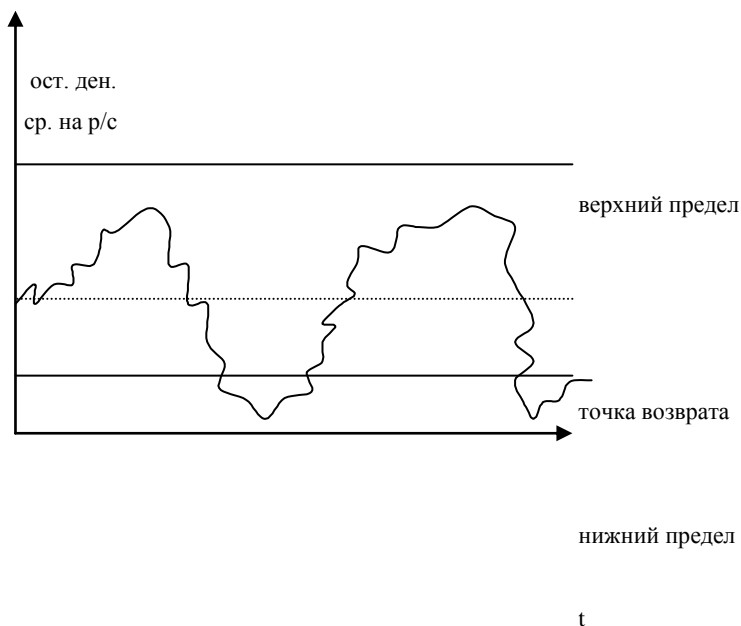
$r^*(Q/2)$ – упущенная выгода от хранения среднего запаса на расчетном счете

Эта модель приемлема только для предприятий, денежные доходы которых стабильны и прогнозируемы.

2) Модель Миллера – Орра

Логика модели следующая: остаток денежных средств на расчетном счете меняется хаотически до тех пор, пока не достигает некоего верхнего предела. Как только это происходит, предприятие начинает покупать ценные бумаги для того, чтобы вернуть запас денежных средств к некоторому нормальному состоянию, называемому *точкой возврата*.

Если запас денежных средств достигает нижнего предела, то в этом случае предприятие продает свои ценные бумаги и получает денежные средства, доведя их запас до нормального предела.



Реализация этой модели на практике включает следующие этапы:

1. устанавливается минимальная величина денежных средств (O_n), которую целесообразно иметь на расчетном счете, исходя из средней потребности денег для оплаты банковских счетов и других требований;

2. по статистическим данным определяется вариация поступления денежных средств на расчетные счета;
3. определяются расходы по хранению средств на расчетном счете (эта величина может быть принята на уровне ставки ежедневного дохода по краткосрочным ценным бумагам, обращающимся на рынке);
4. рассчитываются расходы по взаимной трансформации денежных средств и ценных бумаг;
5. рассчитывается размах вариации на расчетном счете по следующей формуле:

$$S = 3 \cdot \sqrt{(3 \cdot P_x \cdot V) / (4 \cdot P_t)} \quad (5.4.)$$

S – размах вариации,

P_x - расходы по хранению,

V - ежедневная вариация,

P_t - расходы по трансформации

6. рассчитывается верхняя граница денежных средств O_v , исходя из того, что при достижении этой границы или ее превышении, часть денежных средств необходимо будет конвертировать в ценные бумаги

$$O_v = O_n + S$$

7. определение точки возврата, т.е. величины остатка денежных средств на расчетном счете, к которой необходимо вернуться в случае, если фактический остаток выходит на границы или за границы верхнего и нижнего предела.

$$T_v = O_n + S/3$$

Эти модели позволяют формировать оптимальный остаток денежных средств на расчетном счете (это ключевой показатель для расчета денежного потока).

3. Управление дебиторской задолженностью

Дебиторская задолженность, как известно, является весьма многообразной и содержит задолженность за товары, работы, услуги, срок оплаты которых не наступил или не оплаченные в срок. (Дебиторская задолженность по векселям, по расчетам с бюджетом, по расчетам с персоналом).

В общей сумме дебиторской задолженности 80-90% приходится на расчеты с покупателями. Поэтому политика управления дебиторской задолженностью связана в первую очередь с оптимизацией размера задолженности и инкассации задолженности за реализованную продукцию.

Поэтому политику управления дебиторской задолженностью называют кредитной политикой по отношению к покупателям продукции.

Политика управления дебиторской задолженностью представляет собой часть общей политики управления оборотными активами и маркетинговой политики предприятия, направленной на расширение объемов реализации продукции и связанной с оптимизацией размера дебиторской задолженности и обеспечением своевременной ее инкассации.

Политика управления дебиторской задолженностью включает:

1) Анализ дебиторской задолженности в предшествующем периоде в целях оценки уровня и состава дебиторской задолженности предприятия, а также эффективности инвестирования в нее финансовых средств. Здесь анализируются сроки погашения дебиторской задолженности, периоды ее инкассации, размер отвлечения оборотных активов в дебиторскую задолженность, состав ДЗ по ее возрастным группам, выявляется безнадежная и сомнительная ДЗ.

2) Формируются определенные принципы и подходы кредитной политики по отношению к покупателям продукции. Решаются два основных вопроса: 1. в каких формах осуществляется реализация продукции, 2. какой тип кредитной политики следует избрать.

Различают три основных типа кредитной политики по отношению к покупателям:

1. Консервативный. Направлен на минимизацию кредитного риска, которая является приоритетной, поэтому существенно сокращает круг покупателей в кредит. В первую очередь за счет групп покупателей с повышенным риском; за счет минимизации сроков предоставления кредита и его размера, ужесточения условий предоставления кредита и повышения его стоимости, за счет более жесткой процедуры инкассации дебиторской задолженности.

2. Умеренный тип ориентируется на средний уровень кредитного риска и соответственно более мягкие условия предоставления коммерческого кредита.

3. Агрессивный (мягкий) тип предусматривает максимизацию дополнительной прибыли за счет расширения объема реализации продукции в кредит, не считаясь с высоким уровнем кредитного риска.

1) Формирование системы кредитных условий включает:

- а) срок предоставления кредита,
- б) лимит предоставляемого кредита,
- в) стоимость предоставления кредита, т.е. система ценовых скидок при осуществлении расчетов за приобретенную продукцию,
- г) системе штрафных санкций за просрочку исполнения обязательств.

Например: При 5% скидке, 7 -дневном сроке оплаты и чистом периоде 30 дней. Предприятие теряет скидку с 8 по 30 день, если не произведет оплату в течении 7 дней; по истечению 30 дней выступает система штрафных санкций.

2) Формирование стандартов оценки покупателей и дифференциация условий предоставления кредита. В основе этих стандартов лежит кредитоспособность предприятия.

3) Построение эффективных систем контроля за движением своевременной инкассацией дебиторской задолженности. Одной из эффективных форм является система ABC, где в категорию А выделяют наиболее крупные и сомнительные виды дебиторской задолженности; в

категорию В – кредиты средних размеров; в категорию С – все остальные виды, не оказывающие серьезного влияния на результаты деятельности предприятия.

4. Управление запасами

Политика управления запасами представляет собой часть общей политики управления оборотными активами предприятия, заключающейся в оптимизации общего размера и структуры запасов ТМЦ, минимизации затрат по их обслуживанию и обеспечению эффективного контроля за их движением.

Разработка политики управления запасами охватывает ряд последовательно выполняемых этапов работ, основными из которых являются:

1. Анализ запасов ТМЦ в предшествующем периоде. Основной задачей этого анализа является выявление уровня обеспеченности производства и реализации продукции соответствующими запасами ТМЦ в предшествующем периоде и оценка эффективности их использования. Анализ проводится в разрезе основных видов запасов.

2. Определение целей формирования запасов. Цели могут быть:

- обеспечение текущей производственной деятельности (текущие запасы сырья и материалов);
- обеспечение текущей сбытовой деятельности (текущие запасы готовой продукции);
- накопление сезонных запасов, обеспечивающих хозяйственный процесс в предстоящем периоде

3. Оптимизация размера основных групп текущих запасов. С этой целью используется ряд моделей. Среди которых наибольшее распространение получила «Модель экономически обоснованного размера заказа». Она может быть использована как для оптимизации размера производственных запасов, так и запасов готовой продукции. Расчетный механизм этой модели основан на оптимизации совокупных операционных

затрат по закупке и хранению запасов на предприятии. Эти операционные затраты предварительно разделяются на две группы:

а) сумма затрат по размещению заказов (включающих расходы по транспортированию и приемке товаров)

$$OZ_{pz} = \frac{OPP}{RPP} \times C_{pz}, \text{ где} \quad (5.5.)$$

OZ_{pz} - сумма операционных затрат по размещению заказов;

C_{pz} - средняя стоимость размещения одного заказа;

ОПП – объем производственного потребления товаров в рассматриваемом периоде;

РПП – средний размер одной партии поставки товаров.

Из приведенной формулы видно, что при неизменном объеме производственного потребления и средней стоимости размещения одного заказа общая сумма операционных затрат по размещению заказов минимизируется с ростом среднего размера одной партии поставки товаров.

б) сумма затрат по хранению товаров на складе.

$$OZ_{xt} = \frac{RPP}{2} \times C_x, \text{ где} \quad (5.6.)$$

OZ_{xt} - сумма операционных затрат по хранению товаров на складе;

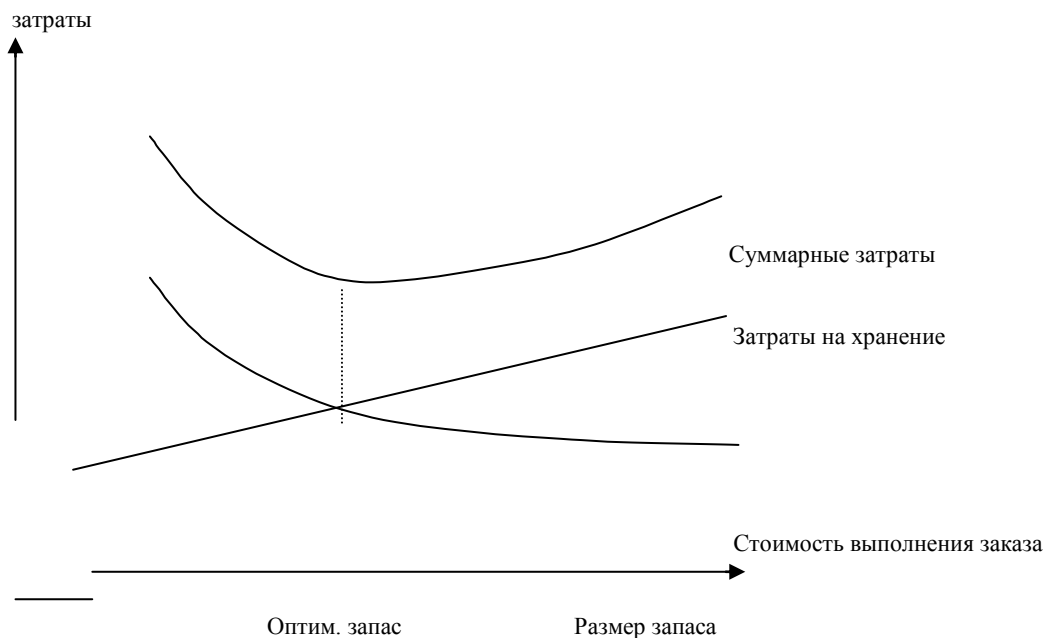
C_x - стоимость хранения единицы товара в рассматриваемом периоде.

Из приведенной формулы видно, что при неизменной стоимости хранения единицы товара в рассматриваемом периоде общая сумма операционных затрат по хранению товарных запасов на складе минимизируется при снижении среднего размера одной партии поставки товаров.

Т.о. с ростом среднего размера одной партии поставки товаров снижаются OZ_{pz} и возрастают OZ_{xt} . Данная модель позволяет оптимизировать

пропорции между этими двумя группами затрат так, чтобы их совокупная сумма была минимальной.

Определение экономического (оптимального) запаса



Математически данная модель выражается формулой:

$$РПП_0 = \sqrt{\frac{2 * ОПП * C_{pz}}{C_x}}, \text{ где } (5.7.)$$

РПП₀ - оптимальный средний размер партии поставки товаров.

Соответственно оптимальный средний размер производственного запаса определяется по формуле:

$$ПЗ_0 = \frac{РПП_0}{2} \quad (5.8.)$$

Для запасов готовой продукции расчет показателей аналогичен.

1. Оптимизация общей суммы запасов ТМЦ, включаемых в состав оборотных активов.

2. Построение эффективных систем контроля за движением запасов на предприятии. Здесь основной задачей является своевременное размещение заказов на пополнение запасов и вовлечение в хозяйственный оборот излишне сформированных их видов.
3. Оптимизация общей суммы запасов ТМЦ, включаемых в состав оборотных активов

Пример 1. (по кредиторской задолженности) Компания ежедневно покупает товары стоимостью 500 долл. у своих поставщиков на условиях "полная 60". Баланс счетов к оплате (кредиторская задолженность) составляет $500 \times 60 = 3000$ долл.

Банковский кредит может предоставляться в различных формах: срочный кредит, кредитная линия, контокоррентный кредит, учетный кредит, факторинг. Мы будем разбирать только срочный кредит.

Финансовый менеджер должен выбирать наиболее целесообразный в конкретных условиях вид кредита с учетом его стоимости (процентной ставки), условий кредитования и погашения.

Если кредит погашается единовременным платежом в конце срока и его сумма используется полностью, стоимость его определяется договорной годовой процентной ставкой. Сумма процентов за кредит при этом будет равна:

$$I = P \times i \times \frac{t}{Y}, \quad (5.9.)$$

где P - сумма кредита;

i - годовая процентная ставка в относительных единицах;

t - срок кредита в днях;

Y - расчетное количество дней в году (360, 365 или 366).

Пример 2. Кредит 100 тыс. сом. взят на 40 дней по 20% годовых. Сумма процентов по формуле (5.1) при $Y = 360$ составит:

40

$$I = 100000 \times 0.2 \times \frac{40}{360} = 2222 \text{ сом.}$$

Если кредит погашается по частям или процентная ставка в течение его срока меняется, рассчитывается общая сумма процентов с использованием формулы (5.9.), после чего определяется реальная процентная ставка по формуле

$$i = \frac{I}{P} \times \frac{Y}{t} \quad (5.10)$$

Пример 3. По условиям кредитного договора ставка процентов в первом месяце пользования кредитом равна 20% годовых, в каждом последующем месяце увеличивается на 2 процентных пункта. Сумма процентов за кредит в размере 100 тыс. сом., взятый на 4 месяца, будет равна:

$$I = 100\,000 \times (0,2 + 0,22 + 0,24 + 0,26) \times (1/12) = 7667 \text{ сом.}$$

Реальная процентная ставка по формуле (2) составит:

$$i_p = \frac{7667}{100000} \times \frac{12}{4} = 0,23 = 23\% \text{ годовых.}$$

Если основная сумма кредита будет погашаться равными частями через равные сроки (например, в конце каждого месяца), сумма процентов будет равна:

$$I = \frac{P \times i}{p} \times \frac{n \times p + 1}{2}, \quad (5.11)$$

где n - срок кредита в годах;

p - количество выплат в году.

Пример 4. Кредит 100000 тыс. сом. выдан на 4 месяца по годовой ставке 20% годовых с ежемесячным погашением основного долга равными суммами. Сумма процентов по формуле (5.11) составит:

$$I = \frac{100000 \times 0,2}{12} \times \frac{(4/12) \times 12 + 1}{2} = 4166 \text{ сом.}$$

Реальная ставка процентов будет равна:

$$ip = \frac{4166}{100000} \times 12 = 0.125 = 12.5\% \text{ годовых.}$$

Кредиты для пополнения оборотных средств могут также предоставляться под залог дебиторской задолженности. При залоге дебиторской задолженности она служит обеспечением и одновременно является источником погашения кредита. Кредитование под залог товарно-материальных запасов обычно имеет место, когда компания полностью использовала возможности финансирования за счет своей дебиторской задолженности, товары ее пользуются спросом на рынке, являются стандартизированными и могут достаточно долго храниться, то есть с точки

зрения залога легко реализуемы. Процентная ставка по таким кредитам выше, чем по обычным.

При предоставлении кредитной линии банк готов давать денежные средства займы до определенной суммы включительно на повторяющейся основе. За фактический срок пользования кредитом начисляются проценты по договорной ставке, за неиспользованные средства банк берет комиссионные. *Преимущества* кредитной линии являются:

достаточно легкий и незамедлительный доступ к финансированию в случае необходимости;

возможность получить заемные средства именно в требуемом размере;

немедленное возвращение долга при поступлении ожидаемых денежных средств.

Недостаток такого способа финансирования - более жесткие требования банка к кредитоспособности заемщика.

Контокоррентный кредит предусматривает ведение банком текущего счета клиента с оплатой поступивших расчетных документов и зачислением выручки. Если средств клиента оказывается недостаточно для погашения обязательств, банк кредитует его в пределах установленной суммы. Расчеты по контокорренту проводятся с установленной периодичностью путем сальдирования платежей и поступлений и определения реальной суммы предоставленного кредита.

Учетный кредит означает покупку (банковский учет) векселей покупателей, имеющих у компании, до наступления срока платежа по ним. Предъявитель векселя получает от банка указанную в векселе сумму за вычетом учетного процента и, возможно, комиссионных за обслуживание. Учетный процент обычно рассчитывается на основе учетной ставки следующим образом:

$$D = S \times d \times t, \quad (5.12)$$

У

где S - сумма по векселю;

d - учетная ставка в относительных единицах.

Пример. Вексель на 500000 сом предъявлен в банк за полгода до срока его погашения. Банк при учете векселя использует учетную ставку 20%, а также берет комиссионные в размере 0,5% от суммы векселя. Учетный процент по формуле (5.12) будет равен:

$$D = 500000 \times 0,2 \times (1/2) = 50000 \text{ сом.}$$

Размер комиссионных составит:

$$G = 0,005 \times 500000 = 2500 \text{ сом.}$$

Сумма, выданная банком по векселю, будет равна:

$$P = S - D - G = 500000 - 50000 - 2500 = 447500 \text{ сом.}$$

Факторинг означает прямую продажу дебиторской задолженности банку или факторской компании, когда покупатель дебиторской задолженности берет на себя все кредитные риски. Стоимость факторинга включает комиссионные, процент на непоплаченный остаток денежных средств и скидку с номинальной суммы дебиторской задолженности с учетом кредитного риска.

Преимуществом факторинга являются быстрое получение денежных средств и снижение накладных расходов, связанных с управлением дебиторской задолженностью. Недостаток - высокая стоимость и негативное

впечатление, складывающееся у покупателей в результате смены держателя их задолженности.

Пример. Банк покупает дебиторскую задолженность на сумму 120000 сом в месяц общим сроком 1 год, оплачивая 80% ее размера с учетом процента за кредит по ставке 14 % годовых и комиссионные в размере 1,5% от размера приобретаемой дебиторской задолженности. Расходы компании по договору факторинга составят:

комиссионные за год: $0,015 \times 120000 \times 12 = 21600$ сом.;

расходы по кредиту: $0,14 \times 120\ 000 \times 0,8 = 13340$ сом.;

общие расходы: $21600 + 13340 = 35040$ сом.

Коммерческие бумаги являются краткосрочными долговыми обязательствами со сроком погашения от 2 до 270 дней, выпускаемыми компаниями, имеющими высокий рейтинг кредитоспособности.

Тема 6. Управление долгосрочным финансированием.

1. Внутренние источники финансирования

2. Внешние источники финансирования

1. Внутренние источники финансирования

Финансирование со сроками до года принято называть *краткосрочным*. При сроках более года в некоторых источниках выделяют *среднесрочное* финансирование (от 1 года до 5 лет), считая привлечение средств на большие сроки долгосрочным, иногда же под долгосрочным понимается всякое финансирование со сроком более года (ниже будет рассматриваться последний подход). Долгосрочное финансирование используется для организации нового или значительного расширения существующего бизнеса, покупки новых основных средств, а также для погашения долгосрочного долга. *Долгосрочное* финансирование может также быть альтернативой

выпуску обыкновенных акций, если рыночные условия в данный момент являются неблагоприятными.

Долгосрочное финансирование осуществляется за счет как собственных (внутреннее финансирование), так и привлеченных (внешнее финансирование) средств. Внутреннее финансирование осуществляют за счет следующих источников:

- выпуска акций;
- чистой прибыли;
- амортизационных отчислений.

Размер амортизационных отчислений зависит от принятого метода начисления амортизации. При методе *равномерного начисления износа оборудования* ежегодные амортизационные отчисления рассчитываются следующим образом:

$$\text{Годовая амортизация} = \frac{\text{Стоимость} - \text{Остаточная стоимость}}{\text{Количество лет полезной службы}} .$$

Пример 1. Оборудование куплено за 200000 сом. с ориентировочным сроком действия 8 лет и ожидаемой остаточной стоимостью 20000 сом. Ежегодная амортизация при методе равномерного начисления износа составит: $(200000 - 20000) / 8 = 22500$ сом.

Альтернативный способ расчета использует годовую норму амортизации, которая в данном случае равна $100 / 8 = 12,5\%$. Годовая амортизация затем рассчитывается умножением амортизируемой стоимости (разности между начальной и остаточной стоимостью) на годовую норму амортизации, что дает тот же результат.

Кроме этого широко используются различные методы ускоренной амортизации. Например, при методе *двойной амортизации* норма амортизации берется в два раза больше, чем при равномерном начислении износа. Размер ежегодных амортизационных отчислений затем определяется умножением нормы амортизации на балансовую стоимость амортизируемого

актива на начало очередного года. Поскольку балансовая стоимость с учетом проведенной амортизации снижается, амортизационные отчисления с течением времени уменьшаются.

Пример 2. Для данных примера 1. норма двойной амортизации будет равна $12,5 \times 2 = 25\%$. Значения амортизационных отчислений по годам приведены в таблице.

Год	Балансовая стоимость на начало года	Норма амортизации, %	Амортизационные отчисления	Балансовая стоимость на конец года
1	200000	25	50000	150000
2	150000	25	37800	112500
3	112500	25	28125	84375
4	84375	25	21094	63281
5	63281	25	15820	47461
6	47461	25	11865	35596
7	35596	25	8899	26697
8	26697	25	6674	20023

2. Внешние источники финансирования

Внешними источниками долгосрочного финансирования являются:

банковские кредиты;

срочные ссуды страховых компаний и иных финансовых учреждений;

лизинг (вид долгосрочной аренды);

выпуск компанией облигационных займов.

При долгосрочных банковских займах процентная ставка обычно выше, чем при краткосрочных, и может быть как фиксированной, так и

переменной. Размер процентов за долгосрочный банковский кредит зависит от процентной ставки и условий (плана) его погашения. Реальная стоимость долгосрочного кредита обычно рассчитывается по годовой ставке сложных процентов, определяемой из соотношения

$$S = P(1 + ip)^n, \quad (6.1)$$

где P – сумма начального долга;

S - сумма долга с процентами;

i - реальная годовая ставка сложных процентов;

n - срок кредита в годах.

Значение реальной годовой ставки сложных процентов, получаемое по (1), в относительных единицах будет равно

$$i = (\sqrt[n]{S/P}) - 1 = (\sqrt[n]{1 + I/P}) - 1, \quad (6.2)$$

где I – сумма процентов за весь срок кредита.

Если кредит погашается единовременно в конце срока вместе с процентами, значение реальной ставки будет равно договорной. Обычно долгосрочные кредиты погашаются по частям, и значение реальной ставки отличается от договорного. Для ряда часто встречающихся способов погашения долгосрочных кредитов величина процентов и реальная годовая ставка сложных процентов могут быть рассчитаны без составления плана погашения.

Например, при погашении основной суммы кредита равными частями и начислении процентов на остаток долга их размер определяется формулой

$$I = P \times p \times \frac{n + 1}{2}, \quad (6.3.)$$

Пример 3. Кредит в размере 5 млн. сом., выделенный по ставке 20% годовых, должен погашаться равными суммами в течение 5 лет. При платежах в конце каждого года размер уплаченных процентов составит:

$$I = 5000000 \times 0,2 \frac{5+1}{2} = 3000000 \text{ сом.}$$

Реальная стоимость кредита по сложной годовой ставке процентов по формуле (6.2) равна:

$$i_p = (\sqrt[5]{1+3/5}) - 1 = 0,1 = 10\% \text{ годовых.}$$

Если платежи осуществляются в конце каждого полугодия, размер процентов составит:

$$I = \frac{5000000}{2} \times 0,2 \frac{5 \times 2 + 1}{2} = 2750000 \text{ сом.,}$$

а реальная стоимость кредита будет равна:

$$i_p = (\sqrt[5]{1+2,75/5}) - 1 = 0,09 = 9\% \text{ годовых.}$$

Другим распространенным способом уплаты долгосрочных кредитов с процентами является их погашение равными взносами, учитывающими как погашение основного долга, так и уплату процентов. При начислении

процентов по сложной годовой ставке i размер очередной уплаты рассчитывается по формуле

$$R = P \cdot K_n, \quad (6.4)$$

где $K_n = \frac{i}{1 - (1+i)^{-n}}$.

Значения коэффициента K_n могут быть рассчитаны на компьютере или взяты из приводимых в литературе таблиц (в некоторых источниках даются значения $1/K_n$).

Пример. Кредит в размере 10 млн. сом. с ежегодным начислением сложных процентов по ставке 20% годовых должен погашаться в течение 5 лет равными взносами. При выплатах в конце каждого года их ежегодный размер по формуле (7.3) составит:

$$R = \frac{10000000 \times 0,2}{1 - (1+0,2)^{-5}} = 3343797 \text{ сом.}$$

Общие расходы по кредиту (основной долг и проценты) составят:

$$S = R \cdot n = 3343797 \times 5 = 16718985 \text{ сом.}$$

Сумма выплаченных процентов будет равна:

$$I = S - D = 16718985 - 10000000 = 6718985 \text{ сом.}$$

Страховые компании и другие финансовые учреждения также могут выдавать ссуды на 10 лет и более, однако их процентные ставки обычно превышают ставки по банковским кредитам. При получении долгосрочных кредитов может использоваться залог оборудования, рыночная стоимость которого будет определять размер возможного кредита.

Облигации компании являются долговыми ценными бумагами. Источниками дохода для покупателей облигаций служат периодические процентные (купонные) платежи, а также возможная разность между номиналом, по которому облигации погашаются, и их продажной ценой, если они продаются дешевле номинала.

Основным показателем доходности облигаций выступает доходность к погашению, которая для компании является стоимостью финансирования за счет их выпуска. При размещении облигаций с постоянной годовой процентной ставкой по номиналу, доходность к погашению равна годовой процентной ставке. При размещении облигаций по цене ниже номинала, доходность к погашению будет выше процентной ставки, при размещении по цене выше номинала – ниже процентной ставки. При определении реальной стоимости для компании финансирования за счет выпуска облигаций следует учитывать затраты на их размещение, а также особенности налогообложения.

Расходы по обслуживанию облигационных займов, как и по обслуживанию банковских кредитов, вычитаются из налогооблагаемой базы компании и, следовательно, реальная стоимость финансирования за счет выпуска облигаций или банковских кредитов будет равна:

$$i_p = i_H (1-t), \quad (6.5.)$$

где i_H - номинальная процентная ставка;

t - ставка налога на прибыль в относительных единицах.

Пример. Компания выпустила облигации с процентной ставкой 10% годовых. Ставка налога на прибыль равна 40%. Реальная стоимость финансирования за счет облигаций по формуле (6.5.) составляет:

$$i_p = 10 \cdot (1 - 0,4) = 6\%.$$

Долгосрочное финансирование за счет выпуска облигаций имеет следующие *преимущества*:

выплаты процентов уменьшают налогооблагаемую базу, в то время как дивиденды по обыкновенным и привилегированным акциям платятся из прибыли после налогообложения;

обязательства по облигациям не меняют существующего управления компанией, определяемого составом акционеров;

в периоды инфляции облигации погашаются более дешевыми деньгами;

долгосрочное финансирование может быть использовано для пополнения оборотного капитала, если получение краткосрочных кредитов связано с трудностями.

Недостатки долгосрочных долговых обязательств:

проценты должны выплачиваться независимо от уровня доходов компании;

основной долг обязан погашаться в установленный срок;

при ошибках с долгосрочными прогнозами будущих денежных поступлений повышается риск невыполнения обязательств.

При выборе целесообразного варианта долгосрочного финансирования из возможных источников следует учитывать как качественные соображения, так и количественные, в первую очередь стоимость мобилизуемых средств и ожидаемую прибыль по акциям.

Пример. Компания, имеющая акционерный капитал 5 млн. долл., планирует покупку оборудования стоимостью 2 млн. долл. и рассматривает следующие варианты финансирования:

- 1) продать дополнительно 40000 обыкновенных акций по цене 50 долл.;
- 2) продать облигации с доходностью 10% годовых;
- 3) выпустить привилегированные акции с дивидендом в размере 8%.

В настоящее время в обращении находится 100000 обыкновенных акций, а ставка подоходного налога равна 50%. Если сравнивать вариант финансирования по стоимости привлекаемых средств, реальная стоимость финансирования за счет облигаций по формуле (1) составит: $ip2=10(1-0,5)=5\%$, что выгоднее, чем выпуск привилегированных акций с годовым дивидендом 8%. Поскольку дивиденд по обыкновенным акциям заранее не планируется, в таблице приведены расчеты ожидаемой прибыли на обыкновенную акцию для всех рассматриваемых вариантов для ожидаемой прибыли до выплаты процентов и налога, равной 1000000 долл.

Показатель	Обыкновенные акции	Облигации	Привилегированные акции
Прибыль до выплаты процентов и налогов	1000000	1000000	1000000
Проценты	-	2000000 0,1 = 200000	-
Прибыль до налогообложения	1000000	800000	1000000
Налоги	500000	400000	500000
Чистая прибыль	500000	400000	500000
Дивиденды по привилегированным акциям	-	-	2000000 0,08= 160000
Чистая прибыль на все обыкновенные акции	500000	400000	340000
Количество	140000	100000	100000

обыкновенных акций, шт.			
Прибыль на обыкновенные акции	3,57	4,00	3,40

Как видно из результатов, вариант с выпуском облигаций наиболее выгоден и по прибыли на обыкновенную акцию, что важно для акционеров и инвесторов.

Обычно структура капитала компании включает не только собственные, но и заемные средства. В этих случаях следует рассчитывать средневзвешенную стоимость капитала, на основе которой могут приниматься решения о вложениях капитала в долгосрочные проекты с учетом их ожидаемой доходности.

7. Тема: Сущность и значение лизинга

- 1. Понятие лизинга. Договор лизинга**
- 2. Объекты и субъекты лизинга**
- 3. Основные типы и вида лизинга**
- 4. Лизинговые платежи.**

1. Понятие лизинга. Договор лизинга

Лизинг – вид инвестиционной деятельности по приобретению имущества и передаче его на основании договора лизинга физическим или юридическим лицам за определенную плату, на определенный срок и на определенных условиях, обусловленных договором, с правом выкупа имущества лизингополучателем.

Договор лизинга характеризуется определенными условиями использования арендованного имущества. По существу, это нечто среднее между договором аренды и договором о предоставлении кредита; в общем

виде он имеет и те и другие признаки. По договору лизинга арендатор, получая в долгосрочную аренду определенное имущество, обязуется (как правило) на этом имуществе или с его помощью выполнять работы по поручению арендодателя и, например, не выполнять каких-либо иных работ, кроме специально оговоренных в условиях договора. По договору лизинга лизингополучатель обычно принимает на себя обязанности, связанные с правом собственности, и ответственность за риск случайной гибели, осуществляет текущее техническое обслуживание и т.д.

Лизингополучатель имеет на период действия договора исключительное право пользования объектом договора.

С точки зрения бухгалтерских расчетов договор лизинга является незавершенной сделкой и объекты не числятся на балансах обоих партнеров. Для лизингополучателя расходы по договору лизинга являются текущими расходами на аренду без разграничения на проценты и амортизационные отчисления. Финансовый лизинг предусматривает выплату арендатором в течение периода действия договора сумм, покрывающих полную стоимость амортизации оборудования или большую ее часть, а также прибыль арендодателя.

По истечению срока действия договора арендатор может:
вернуть объект аренды арендодателю;
заключить новый договор на аренду данного имущества;
выкупить объект лизинга по остаточной стоимости.

Операционный лизинг заключается на срок меньший амортизационного периода имущества. После окончания договора объект аренды возвращается владельцу или вновь сдается в аренду.

Преимуществом договоров лизинга является многообразие форм и условий (операционный, финансовый, отдельный, возвратный, чистый, действительный лизинг и другие). Лизинг рассматривается как эффективный способ финансирования, который обычно выгоден предприятию, когда последнее не располагает необходимыми средствами для капиталовложений в

оснащение производства. Арендная плата может быть фиксированная, деgressивная или иная по соглашению сторон. Она может выплачиваться авансом или по фиксированным срокам.

При наличии обязательств по покупке арендованного объекта обязательно указывается его продажная цена после окончания срока лизинга. Она обычно составляет 10-15% первоначальной стоимости.

Лизинг позволяет арендодателю и производителю:

ускорить процесс сбыта продукции;

расширить круг возможных партнеров;

получить выгоду за счет того, что сумма арендных платежей превышает стоимость оборудования, сдаваемого в лизинг;

легко контролировать и учитывать финансовые операции в силу периодичности платежей.

Во многих развитых странах широко распространена продажа на условиях лизинга – аренда с последующим переходом товара в собственность арендатора. Фактически, подобный вид аренды схож с продажей в рассрочку, однако, в данном случае, невыплата очередного взноса может прекратить договор аренды без возврата выплачиваемых сумм.

2. Объекты и субъекты лизинга

Объектом лизинга могут быть любые не потребляемые вещи, в том числе предприятия и другие имущественные комплексы, здания, сооружения, оборудование, транспортные средства и другое движимое и недвижимое имущество, которое может использоваться для предпринимательской деятельности.

Объектом лизинга не могут быть земельные участки и другие природные объекты, а также имущество, которое федеральными законами запрещено для свободного обращения или для которого установлен особый порядок обращения.

Субъектами лизинга являются:

лизингодатель – физическое или юридическое лицо, которое за счет привлеченных или собственных денежных средств приобретает в ходе реализации лизинговой сделки в собственность имущество и предоставляет его в качестве предмета лизинга лизингополучателю за определенную плату, на определенный срок и на определенных условиях во временное владение и в пользование с переходом или без перехода к лизингополучателю права собственности на предмет лизинга;

лизингополучатель – физическое или юридическое лицо, которое в соответствии с договором лизинга обязано принять предмет лизинга за определенную плату, на определенный срок и на определенных условиях во временное владение и в пользование в соответствии с договором лизинга;

продавец (поставщик) – физическое или юридическое лицо, которое в соответствии с договором купли-продажи с лизингодателем продает лизингодателю в обусловленный срок производимое (закупаемое) им имущество, являющееся предметом лизинга. Продавец (поставщик) обязан передать предмет лизинга лизингодателю или лизингополучателю в соответствии с условиями договора купли-продажи.

На сегодняшний день лизинг является одним из основных финансовых инструментов, позволяющих осуществлять крупномасштабные капитальные вложения в развитие материально-технической базы любого производства, в том числе, полиграфического. По сравнению с другими способами приобретения полиграфического оборудования (оплата по факту поставки, покупка с отсрочкой оплаты, банковский кредит и т.д.) лизинг имеет ряд существенных преимуществ:

Лизинг дает возможность предприятию арендатору расширить производство и наладить обслуживание оборудования без крупных единовременных затрат и необходимости привлечения заемных средств.

Смягчается проблема ограниченности ликвидных средств, затраты на приобретение оборудования равномерно распределяются на весь срок

действия договора. Высвобождаются средства для вложения в другие виды активов.

Не привлекается заемный капитал, и в балансе предприятия поддерживается оптимальное соотношение собственного и заемного капиталов.

Арендные платежи производятся после установки, наладки и пуска оборудования в эксплуатацию, и тем самым арендующее предприятие имеет возможность осуществлять платежи из средств, поступающих от реализации продукции, выработанной на арендуемом оборудовании.

Лизинговые соглашения могут предусматривать обязательства арендодателя произвести ремонт и технологическое обслуживание оборудования. Это особенно важно при лизинге сложного полиграфического оборудования, требующего привлечения высококвалифицированного персонала для пусконаладочных работ, ремонта и обслуживания. Практически на условиях лизинга можно получить объект “под ключ”, предоставив осуществление всех формальностей лизинговой компании, и благодаря этому сконцентрировать усилия на решении других вопросов.

Лизинг позволяет арендатору периодически обновлять морально стареющее оборудование.

Ввиду того, что лизинговые платежи осуществляются по фиксированному графику, предприятие-арендатор имеет большие возможности координировать затраты на финансирование капитальных вложений и поступления от реализации выпускаемой продукции, чем это имеет место, например, при купле-продаже оборудования. Все это способствует стабильности финансовых планов арендатора.

3. Основные типы и виды лизинга.

Кроме того, приобретение оборудования по лизингу позволяет рентабельным предприятиям существенно уменьшить налогооблагаемую базу путем оптимизации налоговых отчислений.

К основным типам лизинга относятся:

долгосрочный лизинг – лизинг, осуществляемый в течение трех и более лет;

среднесрочный лизинг – лизинг, осуществляемый в течение от полутора до трех лет;

краткосрочный лизинг – лизинг, осуществляемый в течение менее полутора лет.

К основным видам лизинга относятся финансовый лизинг, возвратный лизинг и оперативный лизинг.

Финансовый лизинг – вид лизинга, при котором лизингодатель обязуется приобрести в собственность указанное лизингополучателем имущество у определенного продавца и передать лизингополучателю данное имущество в качестве предмета лизинга за определенную плату, на определенный срок и на определенных условиях во временное владение и в пользование. При этом срок, на который предмет лизинга передается лизингополучателю, соизмерим по продолжительности со сроком полной амортизации предмета лизинга или превышает его. Предмет лизинга переходит в собственность лизингополучателя по истечении срока действия договора лизинга или до его истечения при условии выплаты лизингополучателем полной суммы, предусмотренной договором лизинга, если иное не предусмотрено договором лизинга.

Возвратный лизинг – разновидность финансового лизинга, при котором продавец (поставщик) предмета лизинга одновременно выступает и как лизингополучатель.

Оперативный лизинг – вид лизинга, при котором лизингодатель закупает на свой страх и риск имущество и передает его лизингополучателю в качестве предмета лизинга за определенную плату, на определенный срок и на

определенных условиях во временное владение и в пользование. Срок, на который имущество передается в лизинг, устанавливается на основании договора лизинга. По истечении срока действия договора лизинга и при условии выплаты лизингополучателем полной суммы, предусмотренной договором лизинга, предмет лизинга возвращается лизингодателю, при этом лизингополучатель не имеет права требовать перехода права собственности на предмет лизинга. При оперативном лизинге предмет лизинга может быть передан в лизинг неоднократно в течение полного срока амортизации предмета лизинга.

Лизинговая сделка может включать в себя условия по оказанию дополнительных услуг.

Дополнительные услуги – услуги любого рода, оказанные лизингодателем как до начала пользования, так и в процессе пользования предметом лизинга лизингополучателем, а именно:

приобретение у третьих лиц прав на интеллектуальную собственность ("ноу-хау", лицензионных прав, прав на товарные знаки, марки, программное обеспечение и других);

приобретение у третьих лиц товарно-материальных ценностей, необходимых в период проведения монтажных (шефмонтажных) и пусконаладочных работ;

осуществление монтажных (шефмонтажных) и пусконаладочных работ в отношении предмета лизинга, обучение персонала;

послегарантийное обслуживание и ремонт предмета лизинга, в том числе текущий, средний и капитальный ремонт;

подготовка производственных площадей и коммуникаций, услуги по проведению работ, связанных с установкой (монтажом) предмета лизинга;

другие работы и услуги, без оказания которых невозможно использовать предмет лизинга.

Перечень, объем и стоимость дополнительных услуг должны быть указаны в договоре лизинга.

Сублизинг – особый вид отношений, возникающих в связи с переуступкой прав пользования предметом лизинга третьему лицу, что оформляется договором сублизинга.

При сублизинге лицо, осуществляющее сублизинг, принимает предмет лизинга у лизингодателя по договору лизинга и передает его во временное пользование лизингополучателю по договору сублизинга. Переуступка лизингополучателем третьему лицу своих обязательств по выплате лизинговых платежей третьему лицу не допускается.

4. Лизинговые платежи.

По методу начисления лизинговых платежей стороны могут выбрать:

метод "с фиксированной общей суммой", когда общая сумма платежей начисляется равными долями в течение всего срока договора в соответствии с согласованной сторонами периодичностью;

метод "с авансом", когда лизингополучатель при заключении договора выплачивает лизингодателю аванс в согласованном сторонами размере, а оставшая часть общей суммы лизинговых платежей (за минусом аванса) начисляется и уплачивается в течение срока действия договора, как и при начислении платежей с фиксированной общей суммой;

метод "минимальных платежей", когда в общую сумму платежей включаются сумма амортизации лизингового имущества за весь срок действия договора, плата за использованные лизингодателем заемные средства, комиссионное вознаграждение и плата за дополнительные услуги лизингодателя, предусмотренные договором, а также стоимость выкупаемого лизингового имущества, если выкуп предусмотрен договором.

Алгоритм расчета:

- 1.** Рассчитываются размеры лизинговых платежей по годам, охватываемым договором лизинга.
- 2.** Рассчитывается общий размер лизинговых платежей за весь срок договора лизинга как сумма платежей по годам.

3. Рассчитываются размеры лизинговых взносов в соответствии с выбранной сторонами периодичностью взносов, а также согласованными ими методами начисления и способом уплаты. При оперативном лизинге, когда срок договора меньше одного года, размеры лизинговых платежей определяются по месяцам.

Расчет общей суммы лизинговых платежей осуществляется по формуле:

$$\text{ЛП} = \text{АО} + \text{ПК} + \text{КВ} + \text{ДУ} + \text{НДС}, \quad (7.1)$$

где: ЛП – общая сумма лизинговых платежей;

АО – величина амортизационных отчислений, причитающихся лизингодателю в текущем году;

ПК – плата за используемые кредитные ресурсы лизингодателем на приобретение имущества – объекта договора лизинга;

КВ – комиссионное вознаграждение лизингодателю за предоставление имущества по договору лизинга;

ДУ – плата лизингодателю за дополнительные услуги лизингополучателю, предусмотренные договором лизинга;

НДС – налог на добавленную стоимость, уплачиваемый лизингополучателем по услугам лизингодателя. Если лизингополучатель является малым предприятием, в общую сумму лизинговых платежей НДС не включается.

Если арендные платежи должны вноситься одинаковыми суммами в конце года, их размер рассчитывается дополнительным учетом остаточной стоимости оборудования:

$$R = \frac{[P - S(1+i)^{-n}] i}{1 - (1+i)^{-n}}, \quad (7.2)$$

где S – остаточная стоимость;

i – доходность, требуемая арендодателем.

Пример. Оборудование стоимостью 1000000 сом. сдано в аренду на 5 лет. Остаточная стоимость оборудования оценена в 400000 сом., а требуемая доходность арендодателя составляет 10%. Размер ежегодных арендных платежей по формуле (7.2) будет:

$$R = \frac{[1000000 - 400000 (1 + 0,1)^{-5}] \cdot 0,1}{1 - (1 + 0,1)^{-5}} = 198319,6 \text{ сом.}$$

8. Тема: Управление инвестициями

1. Управление производственными инвестициями

2. Управление финансовыми инвестициями

1. Управление производственными инвестициями

Производственные инвестиции представляют собой капиталовложения для приобретения нового или реконструкции имеющегося оборудования и решения других долгосрочных задач развития компании. Такие капиталовложения обычно требуют больших первоначальных затрат, оказывающих долгосрочное влияние на доходность компании, и должны рассматриваться с затратно-прибыльной точки зрения. Кроме того, подобные капиталовложения приводят к периодическим притокам денежных средств в будущем, вследствие чего будущие денежные потоки надо анализировать с точки зрения их текущего значения или, иначе говоря, учитывать временную стоимость денег. Текущее значение денежной величины D , если известно ее будущее значение S , рассчитывается на основе формулы сложных процентов как:

$$D = \frac{S}{(1 + r)^n}, \quad (8.1)$$

$$(1+E)^n$$

где E – требуемая норма доходности;

n – срок поступления или оттока будущей денежной суммы в годах.

Подобную операцию называют также *дисконтированием* будущих денежных величин, а значение D - *дисконтированным значением S*.

При решении вопроса о производственных инвестициях финансовый менеджер должен сравнивать их возможные варианты и выбирать наиболее целесообразный. Количественными показателями, характеризующими варианты производственных инвестиций (инвестиционных проектов), являются:

срок окупаемости;

чистый дисконтированный доход;

внутренняя норма доходности;

индекс доходности.

Срок окупаемости инвестиционного проекта – это время для возмещения вложенных средств.

Пример. Рассматривается инвестиционный проект, требующий капиталовложений в размере 1800000 сом. Ежегодное накопление денежных средств (чистая прибыль) по оценкам составит 300000 сом. Срок окупаемости будет:

$$188888$$

$$T_0 = \frac{188888}{300000} = 6 \text{ лет.}$$

$$300000$$

При сравнении нескольких вариантов следует выбирать проект с меньшим сроком окупаемости, поскольку он менее рискован. Недостатками выбора проекта по сроку окупаемости являются:

не учитывается временная стоимость денег;

не принимаются в расчет денежные притоки после истечения срока окупаемости, которые определяют рентабельность проекта.

Чистый дисконтированный доход является разностью между текущей стоимостью будущих притоков денежных средств (дисконтированных доходов) и текущей стоимостью инвестиций (дисконтированных расходов):

$$\text{ЧДД} = \sum_{k=1}^{k=n} \text{Ддк} - \sum_{k=1}^{k=n} \text{Рдк} \quad (8.2)$$

Если ЧДД > 0, инвестиционный проект является прибыльным.

Пример. Рассматривается инвестиционный проект, связанный с приобретением нового оборудования. Первоначальные капиталовложения равны 900 тыс. сом и, кроме того, через 3 года потребуются дополнительные затраты в размере 200 млн. сом для переналадки оборудования. Ожидаемые чистые поступления денежных средств (чистая прибыль) в течение расчетного периода 6 лет составляют (тыс. сом.):

1-й год – 100; 2-й – 200; 3-й – 300; 4-й – 300; 5-й – 400; 6-й – 500.

При норме прибыльности E=12% расчеты по формуле (8.2) дают следующие значения:

k=6	100	200	300	300
Σ Ддк = ----- + ----- + ----- + ----- +				
k=1	1+0,12	(1+0,12) ²	(1+0,12) ³	(1+0,12) ⁴

$$\begin{aligned}
 & \frac{400}{(1+0,12)^5} + \frac{500}{(1+0,12)^6} = 1133 \text{ тыс. сом.};
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 & \sum_{k=1}^6 P_{ДК} = 900 + \frac{200}{(1+0,12)^3} = 1042 \text{ тыс. сом.};
 \end{aligned}$$

$$ЧДД = 1133 - 1042 = 91 \text{ тыс. сом.}$$

Если требуемая норма прибыльности $E=25\%$, расчеты дают следующие значения (тыс. сом.):

$$\sum Дд = 747; \quad \sum Pд = 1002; \quad ЧДД = -255.$$

Отрицательное значение ЧДД означает, что инвестор не получит требуемую норму прибыльности 25%, хотя проект имеет превышение доходов ($100+200+300+300+400+500=1800$ тыс. сом.) над расходами ($900+200=1100$ тыс. сом.). Кроме того, существует значение E , в данном случае находящееся между 12% и 25%, при котором сумма дисконтированных доходов равна сумме дисконтированных расходов и $ЧДД=0$. Такое значение называется *внутренней нормой доходности (ВНД) инвестиционного проекта*. Определить значение ВНД можно с использованием компьютерных программ или по специальным таблицам. В рассматриваемом примере $ВНД = 14,7\%$.

Величина ВНД имеет значение при сравнении доходности различных вариантов инвестиционного проекта, а также определяет допустимую стоимость средств, используемых для его финансирования. В рассмотренном примере проект может быть реализован, например, за счет банковского кредита при ставке процентов, меньшей 14,7%, или при смешанном финансировании собственными и заемными средствами, если их средневзвешенная стоимость также будет менее 14,7%. Если инвестиционный проект реализуется полностью за счет нераспределенной прибыли, значение ВНД характеризует его доходность по сравнению с другими направлениями возможного инвестирования денежных средств компании.

Индекс доходности ИД (коэффициент прибыльности, коэффициент рентабельности) равен отношению суммы дисконтированных доходов к сумме дисконтированных расходов и, как легко видеть, связан с ЧДД следующими соотношениями:

$$\text{при ЧДД} > 0 \quad \text{ИД} > 1;$$

$$\text{при ЧДД} = 0 \quad \text{ИД} = 1;$$

$$\text{при ЧДД} < 0 \quad \text{ИД} < 1.$$

В нашем примере при $E=12\%$ $\text{ИД}=1133/1042=1,09$; при $E=25\%$ $\text{ИД}=747/1002=0,75$.

Некоторые экономисты рекомендуют определять срок окупаемости с учетом дисконтированных доходов и расходов, что дает возможность учесть их соотношение в течение рассматриваемого периода. В вышеприведенном примере при $E=12\%$ срок окупаемости с учетом дисконтирования составит 5,6 года. При сравнении вариантов инвестиционного проекта, как правило, большее значение ЧДД означает и большее значение ВНД. Возможны, однако, ситуации, когда один вариант будет лучше, чем другой по показателю ЧДД, но хуже по ВНД. Выбор конкретного варианта в таких случаях определяется финансовым менеджером с дополнительным учетом

срока окупаемости и на основе своих предпочтений. При этом целесообразно также составление долгосрочного прогнозного плана (бюджета) доходов и расходов, включая предложения о реинвестировании образующихся временно свободных денежных средств с предполагаемой нормой доходности. При таком подходе более точно учитываются такие факторы, как амортизация и налогообложение.

Кроме того, при выборе предпочтительного варианта производственных инвестиций следует рассматривать не только чисто финансовые показатели, но и другие факторы (удобство обслуживания, экологичность, квалификация обслуживающего персонала, безопасность использования и др.).

2. Управление финансовыми инвестициями

В процессе деятельности компании на ее счетах могут накапливаться достаточно большие денежные средства, которые в данный момент не являются необходимыми для обеспечения процесса производства и выполнения текущих обязательств. Процентные ставки, которые банки платят за средства на расчетных счетах, обычно низкие или же проценты вообще не начисляются. Финансовый менеджер должен учитывать это и осуществлять краткосрочные финансовые инвестиции, которые дадут дополнительный внереализационный доход и повысят прибыльность компании.

Главными направлениями краткосрочных финансовых инвестиций для компании являются:

размещение средств на краткосрочных банковских депозитах;

покупка депозитных сертификатов банка;

покупка высоколиквидных рыночных ценных бумаг;

конвертирование средств в национальной валюте в иностранную валюту и ее инвестирование указанными выше способами.

При решении вопроса о финансовых инвестициях, как и об инвестициях вообще, следует учитывать соотношение их доходности и риска. Доход по краткосрочным банковским депозитам рассчитывается по формуле простых процентов. Процентный доход от депозитов юридических лиц в Кыргызстане облагается налогом по ставке налога на прибыль, и реальная доходность таких инвестиций будет меньше.

Пример. Компания разместила 100000 сом на трехмесячный банковский депозит по ставке 20% годовых. Сумма начисленных процентов по формуле (5.9.)

составит:

$$I_n = 100000 \cdot 0,2 \cdot (3/12) = 5000 \text{ сом.}$$

При ставке налога на прибыль 38% сумма полученных процентов будет равна

$$I_p = I_n (1 - t) = 5000 \cdot (1 - 0,38) = 3100 \text{ сом.,}$$

а доходность инвестиций по формуле (5.10)

составит:

$$i_z = \frac{3100}{100000} \cdot \frac{12}{3} = 0,124 = 12,4\% \text{ годовых.}$$

Тот же самый результат для доходности с учетом налогообложения можно получить по формуле (6.5.)

$$i_z = i_n (1 - t) = 20(1 - 0,38) = 12,4\% \text{ годовых.}$$

При инвестициях в рыночные ценные бумаги основным вопросом для финансового менеджера компании является риск, связанный с возможными убытками от падения рыночной цены или отказа эмитента долговых обязательств платить по ним в срок. В связи с этим компании обычно размещают свои временно свободные денежные средства в государственные

краткосрочные обязательства или в другие ценные бумаги, являющиеся, по мнению финансового менеджера, наименее рискованными.

Пример. Государственные краткосрочные облигации (ГКО) сроком 91 день были куплены по курсу 93,5% от номинала. Поскольку доход от государственных ценных бумаг налогом не облагается, его величина при общем номинале купленных облигаций, равном 1 млн. сом., составила:

$$(100-93,5)$$

$$D = \frac{\dots}{100} \cdot 1000000 = 65000 \text{ сом.}$$

$$100$$

Затраты на операцию (инвестиции) составили: $1000000 \cdot 0,935 = 935000$ сом на покупку облигаций и налог на операции с ценными бумагами при их покупке и продаже, взятый по ставке 0,1% и равный: $(935000+1000000) \cdot 0,001 = 1935$ сом. Доходность инвестиций по формуле (5.10) будет:

$$\frac{65000}{935000+1935} \times \frac{365}{91} = 0,278 = 27,8\% \text{ годовых.}$$

$$i_э = \frac{65000}{935000+1935} \times \frac{365}{91} = 0,278 = 27,8\% \text{ годовых.}$$

$$935000+1935 \quad 91$$

Купленные облигации до срока их погашения можно продать на вторичном рынке.

9. Тема: Предотвращение банкротства компании

- 1. Индикаторы ухудшения финансового состояния предприятия**
- 2. Количественные факторы при оценке возможности банкротства**
- 3. Качественные факторы при оценке возможности банкротства**

- 1. Индикаторы ухудшения финансового состояния предприятия**

При управлении компанией, включая ее финансы, чрезвычайно важно распознавать признаки возможного банкротства и принимать соответствующие меры. **Банкротство означает неспособность компании оплачивать свои денежные обязательства**, поэтому необходимо регулярно анализировать и прогнозировать движение денежных средств.

Индикаторами ухудшения финансового состояния компании, которое может привести к ее банкротству, являются:

низкие показатели прибыльности (активов, собственного капитала, прибыльности до выплаты процентов и налогов, нестабильная прибыль, уменьшение дивидендных платежей);

большая доля долговых обязательств в активах;

низкая величина отношения оборотного капитала к активам и к выручке от продаж;

низкие рыночные показатели акций компании;

низкий рейтинг кредитоспособности компании, что ведет к росту стоимости привлекаемых средств из источников внешнего финансирования, и др.

Существуют различные методики, которые на основании расчета значений тех или иных *количественных* факторов оценивают вероятность банкротства компании. Одной из таких методик является Z-счет Альтмана:

$$Z\text{-счет} = \frac{\text{Оборотный капитал}}{\text{Активы}} \times 1,2 + \frac{\text{Нераспределенная прибыль}}{\text{Активы}} \times$$

$$\frac{\text{Производственная прибыль}}{\text{Активы}} \times 1,4 + \frac{\text{Долгосрочные обязательства}}{\text{Активы}} \times 3,3 +$$

АКТИВЫ

$$\begin{array}{r} \text{Рыночная стоимость акций} \quad \text{Выручка от продаж} \\ + \text{-----} \times 0,6 + \text{-----} \times 1. \quad (9.1.) \\ \text{Обязательства} \quad \quad \quad \text{Активы} \end{array}$$

В данном случае рассматриваются 5 факторов, каждому из которых придается соответствующий вес, причем наиболее сильно влияющими на состояние компании считаются показатели, связанные с ее прибыльностью (производственная прибыль является прибылью до выплаты процентов и налогов). По результатам расчетов делаются следующие выводы:

Z-счет	Вероятность банкротства
$\leq 1,8$	Очень высокая
1,81-2,7	Высокая
2,8 - 2,9	Возможная
$\geq 3,0$	Маловероятная

2. Количественные факторы при оценке возможности банкротства

Пример: Имеется следующая информация о показателях компании (в долларах):

Оборотный капитал	280000
Активы	875000
Обязательства	320000
Нераспределенная прибыль	215000
Выручка от продаж	950000

Обыкновенные акции

балансовая стоимость 220000

рыночная стоимость 310000

Привилегированные акции

балансовая стоимость 115000

рыночная стоимость 170000

280000 215000 130000

Z-счет=----- x 1,2+----- x 1,4+----- x 3,3+

875000 875000 875000

480000 950000

+----- x 0,6+----- x 1=3,2.

320000 875000

По данной методике возможность банкротства маловероятна.

Следует учитывать, что на практике использование того или иного единственного критерия возможного банкротства не всегда оправданно, поэтому многие аудиторские фирмы используют *систему* критериев. В любом случае прогнозное решение о возможности банкротства субъективно, а рассчитываемые количественные значения критериев являются по сути информацией к размышлению.

3. Качественные факторы при оценке возможности банкротства

Кроме количественных факторов при оценке возможности банкротства требуется учитывать *качественные* факторы, включающие:

плохую систему финансовой отчетности и неспособность контролировать расходы;

спад в промышленности;

неопытность и низкую квалификацию руководства;

высокую степень конкуренции;

неспособность получать финансирование в требуемом размере по приемлемой цене;

неспособность погашать просроченные обязательства;

неспособность перестраивать производство при изменении рыночной конъюнктуры и т. д.

Для устранения потенциальной угрозы банкротства принимают меры финансового и нефинансового характера. *Финансовые меры*, связанные с обеспечением ликвидности и платежеспособности, включают:

отказ от финансирования за счет крупных долговых обязательств;

ликвидацию убыточных подразделений компании и производственного оборудования;

повышение прибыльности активов;

увеличение оборотного капитала;

уменьшение дивидендных выплат;

продление сроков погашения долговых обязательств.

Меры нефинансового характера предусматривают:

диверсификацию производственной программы;

расширение маркетинговой деятельности;

разработку программ по сокращению расходов;

повышение производительности;

гибкую реакцию на изменения в технологии и др.